

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE BORDEAUX

LES
ACTIONS A VOTE PRIVILÉGIÉ

ESSAI D'UNE RÉGLEMENTATION NOUVELLE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

SOUTENUE DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE BORDEAUX

le Vendredi 5 juillet 1929, à 3 heures du soir,

PAR

Albert AGNUS

PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU
ROUSSEAU & C^{ie}, ÉDITEURS

14, RUE SOUFFLOT (V^e)

—
1929



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41548418_0025

FACULTE DE DROIT DE L'UNIVERSITE DE BORDEAUX

PROFESSEURS HONORAIRES :

MM. SAUVAIRE-JOURDAN, $\S$ I.; BARDE, $\ast$, $\S$ I.; LESCURE, $\S$ A., $\S$; DE BOECK, $\ast$, $\S$ I.; NOAILLES, $\S$ A.

MM. FERRON, $\S$ I., *Doyen*, professeur de *Droit commercial*.

BENZACAR, $\S$ I., professeur d'*Economie politique*.

FERRADOU, $\S$ I., *Assesseur du Doyen*, professeur d'*Histoire du droit* et chargé d'un cours d'*Histoire du droit privé* et d'un cours d'*Histoire du droit public* (Diplômes d'études supérieures).

MARIA, $\S$ I., professeur de *Droit romain*.

MARGAT, $\S$ I., professeur de *Droit civil* et chargé d'un cours de *Droit international privé* (Licence).

BONNECASE, $\S$ I., professeur de *Droit civil* et chargé d'un cours de *Droit maritime* (3^e année).

PALMADE, $\S$ A., $\S$, professeur de *Droit civil*.

VIZIOZ, $\S$ A., professeur de *Procédure civile* et chargé d'un cours de *Droit civil comparé* (Diplôme d'études supérieures).

BONNARD, $\S$ I., $\S$, professeur de *Droit administratif* et chargé d'un cours de *Droit constitutionnel* (Diplôme d'études supérieures).

POPIAWSKI, $\S$ A., professeur de *Droit criminel* et chargé d'un cours de *Législation industrielle*.

BOYÉ, $\S$, professeur de *Droit romain*.

MOUNIER, $\S$ A., professeur d'*Economie politique*, chargé d'un cours d'*Histoire des doctrines économiques* (Diplôme d'études supérieures).

BIBIÉ, $\ast$, $\S$, professeur de *Droit international public*.

RÉGLADE, professeur de *Droit constitutionnel et administratif*.

GARRIGOU-LAGRANGE, agrégé, chargé d'un cours de *Législation financière* (3^e année), d'un cours d'*Economie politique* (Diplôme d'études supérieures) et d'un cours de *Législation coloniale* (3^e année).

LABORDE-LACOSTE, $\S$ A., professeur à la Faculté de droit d'Aix, chargé d'un cours de *Droit civil* (Licence), des cours de *Droit civil* (Capacité) et d'un cours d'*Enregistrement*.

HUBRECHT, chargé de cours (*Droit romain*, 1^{re} année de licence).

ROUSSEAU, chargé de cours (*Droit public*).

M. BEAUDUN, $\S$ I., *Secrétaire*.

M^{me} COSTES, *Secrétaire adjointe*.

M. SALINGARDES, $\S$ I., *Bibliothécaire*.



COMMISSION DE LA THÈSE

MM. BENZACAR, professeur.....	<i>Président.</i>
FERRON, professeur ...	} <i>Suffragants.</i>
GARRIGOU-LAGRANGE, agrégé.....	

LES ACTIONS A VOTE PRIVILÉGIÉ

ESSAI D'UNE RÉGLEMENTATION NOUVELLE

INTRODUCTION

Un des faits les plus marquants concernant l'évolution des valeurs mobilières en France durant ces dernières années est le développement des actions à droit de vote privilégié.

Avant la guerre, les sociétés ayant de semblables actions étaient très rares et les problèmes qu'elles posent n'intéressaient qu'un public restreint. Actuellement, le nombre de ces sociétés s'étant grandement accru, le capital qu'elles représentent est considérable, les porteurs d'actions ordinaires de ces sociétés sont nombreux et une modification au statut légal des actions à vote privilégié aurait de très importantes répercussions.

La question est sortie du domaine de la controverse juridique et elle intéresse le public. De très nombreux articles ont été publiés sur elle par les périodiques financiers ou économiques. Les partisans et les adversaires de ces actions défendent leurs points de vue avec un acharnement égal, tant et si bien que l'on peut dire qu'il y a aujourd'hui une question des actions à vote privilégié; question non plus d'intérêt limité, mais au contraire d'intérêt très général, que l'on ne peut plus résoudre avec des atermoiements et qui, à notre avis, appelle une refonte partielle de notre législation sur les sociétés.

Il nous faut expliquer ce que nous entendons par actions à droit de vote privilégié. Nous désignons ainsi toutes les actions qui disposent dans les assemblées d'un droit de vote qui n'est pas strictement proportionné à la part du capital social qu'elles représentent.

Nous utiliserons peu le terme « actions à vote plural » qui est pourtant le plus répandu. Il nous semble prêter à confusion. Il n'est pas nécessaire, en effet, que les actions disposent de plusieurs voix pour qu'il y ait privilège de vote; il suffit, ou que les actions n'ayant toutes qu'une voix soient de nominal différent, ou que les actions privilégiées aient une voix et les ordinaires seulement une fraction de voix.

Nous n'emploierons pas davantage les termes actions A et actions B, car suivant les sociétés ce sont tantôt les unes, tantôt les autres qui sont privilégiées. Même le

terme « actions à droit de vote privilégié » ne nous semble pas à l'abri de toute critique; un privilège de vote pouvant consister non seulement en un droit de vote supérieur, mais en tout ce qui facilite l'usage du droit de vote, par exemple, une plus grande facilité à se faire représenter, à déposer ses titres, etc.

Nous étudierons ici seulement le fait que des actions ont, lors du vote, plus de voix que d'autres à nominal égal. Nous n'emploierons le terme « actions à vote privilégié » et nous ne parlerons de privilèges de vote que dans ce sens. Pour qu'il y ait privilège de vote, il faut qu'il existe plusieurs catégories d'actions et qu'elles se différencient par le rapport existant entre leur pouvoir de votation et leur montant. Si les statuts n'accordent qu'une voix par groupe d'actions, dix par exemple, mais uniformément, il n'y a pas là privilège de vote. C'est une mesure qui tend à restreindre l'influence des petits actionnaires, mais une opposition groupera toujours assez d'actions pour avoir des voix, et les divers groupes en auront un nombre proportionné au capital qu'ils détiennent.

De même, et c'est là un cas que nous croyons purement théorique, mais qui précise notre pensée, si le capital d'une société était divisé entre deux catégories d'actions. Les unes de 1.000 francs et ayant dix voix, et les autres de 100 francs et ayant une voix, il n'y aurait pas privilège de vote, le nombre de voix de chaque actionnaire étant proportionné à sa part du capital social.

Mais il peut parfaitement y avoir privilège de vote, même si les actions privilégiées n'ont qu'une fraction de voix, si les actions ordinaires n'en ont qu'une fraction plus petite.

Le privilège qui nous intéresse étant ainsi bien déterminé, nous nous proposons d'étudier les principales raisons qui expliquent son grand développement. Nous verrons ensuite quels sont ses avantages et ses inconvénients. L'étude des projets de réglementation qu'il a suscités nous amènera tout naturellement à indiquer les réformes que nous préconisons et qui constitueront notre conclusion.

PREMIÈRE PARTIE

Causes de l'extension prise depuis la guerre par les actions à vote privilégié.

I

LA THÈSE FAVORABLE

D'après les partisans des actions à vote privilégié, ces actions ont permis d'éviter la mainmise des capitalistes étrangers sur un grand nombre d'affaires françaises. A une époque où la valeur du franc allait en diminuant chaque jour, le prix des choses croissait constamment, chaque chute de la valeur de la monnaie déterminait une hausse des prix, et l'on peut dire que la dévalorisation du franc est une des causes principales de cette élévation générale des prix que l'on désigne généralement sous le terme de vie chère.

Pour intéressante que soit l'étude de l'influence de l'inflation sur les prix, elle nous entraînerait trop loin de notre sujet pour que nous puissions nous y livrer.

Nous tenons simplement à rappeler que la hausse des prix ne suivant pas rigoureusement la baisse de la valeur de la monnaie; pendant toute la durée de la

chute du franc, il y avait des biens, au sens économique du mot, que l'on pouvait se procurer à bien meilleur compte en France qu'à l'étranger (marchandises, immeubles, etc.), soit que le prix en ait été maintenu artificiellement bas, soit qu'il n'ait pas monté assez vite pour compenser la baisse de la valeur de la monnaie.

Les actions étaient justement au nombre de ces biens dépréciés. Les cours cotés en bourse donnaient pour certaines d'entre elles des valeurs-or très basses, sans proportion avec la valeur réelle de l'affaire qu'elles représentaient.

Il a alors été possible d'acquérir, pour une quantité relativement faible de devises appréciées, des participations importantes dans de bonnes affaires françaises.

Les étrangers, habitués lorsqu'ils voient un prix exprimé en francs à le ramener à leur propre étalon monétaire, les Français, familiarisés avec le commerce extérieur et les changes, furent des premiers à s'en apercevoir. Ils se mirent donc à acheter de gros paquets d'actions. Ils le firent d'abord au milieu de l'indifférence générale, mais bientôt la notion de valeur-or se répandit et chacun rechercha ce que l'on appelait les valeurs réelles. L'intrusion du capitalisme étranger dans les sociétés françaises fut dénoncée, et la crainte qu'il ne profite de la chute de notre monnaie pour acquérir à vil prix de grandes richesses fut hautement exprimée.

Le phénomène n'était pas particulier aux actions et nous avons signalé plus haut qu'il était possible à la même époque d'acquérir pour une valeur minime des maisons, des propriétés, et beaucoup d'autres sortes de biens. On protestait d'ailleurs aussi contre ces achats de marchandises ou d'immeubles, mais il est incontestable que les craintes les plus vives parurent motivées par les achats d'actions, sans doute à cause de la grande influence et des grandes richesses que représentaient certaines de nos sociétés anonymes et aussi à cause de la facilité de l'achat et de la possibilité pour l'acheteur de rester inconnu.

Une vigoureuse campagne de presse fut menée. Mettant en évidence les inconvénients de cette emprise étrangère et la nécessité d'y échapper, elle concluait que puisque les étrangers achetaient de gros paquets d'actions de sociétés françaises, il n'y avait qu'à faire en sorte que ces participations ne leur donnent pas d'influence sur la direction des affaires en question, et pour atteindre ce résultat, la création d'actions à droit de vote privilégié (plus généralement appelées actions à vote plural) était préconisée.

Nous n'ignorons pas que les actions à vote privilégié présentent bien d'autres avantages, nous sommes loin de les négliger d'ailleurs, et nous nous réservons de les étudier un à un au chapitre III, mais l'argument que nous venons d'exposer brièvement est celui dont la campagne de presse a le plus usé, c'est celui qui a

frappé le public, celui qui a permis la création d'actions à vote privilégié de grosses et anciennes affaires, pour lesquelles on ne pouvait invoquer aucun des autres motifs de création de ces actions, tels que le désir de conserver le caractère familial de l'affaire ou la nécessité d'attirer des capitaux pour la renflouer.

Non, pour ces sociétés, l'argument mis en avant a bien été l'intérêt national, c'est en son nom que l'on a demandé aux porteurs d'actions anciennes de faire le sacrifice d'une partie de leurs droits, et c'est bien le désir d'échapper à une influence étrangère qui a été le motif officiel de la création de ces actions. Il était fort bien choisi; grâce à lui, si le conseil proposait la création de ces actions, ce n'était pas dans un but intéressé, son mobile était tout autre, il servait l'intérêt national. Un si noble but lui permettait d'imposer silence à l'opposition, sur les sentiments patriotiques de laquelle il était facile de jeter la suspicion, et il lui permettait d'obtenir assez facilement des porteurs d'actions anciennes le très réel sacrifice qu'on leur demandait.

Enfin, il créait une ambiance de sympathie pour ces actions, sauvegarde du patrimoine national, et il a ainsi évité la réaction de méfiance, voire même de défiance, que leur caractère, si contraire à la tendance de plus en plus démocratique de notre législation sur les sociétés, aurait certainement provoqués en d'autres circonstances, et dont la crainte explique en partie le peu de développement de cette institution avant la guerre.

Les autres avantages des actions à vote privilégié, s'ils justifient la création de ces actions à l'origine de la société ou au plus tard avant l'introduction des titres sur le marché, sont, en général, incapables d'expliquer la création de ces actions après de nombreuses années d'existence, comme ce fut le cas pour un grand nombre de sociétés.

C'est bien ce que l'on peut dire ouvertement de mieux des actions à vote privilégié, que de prétendre qu'elles ont permis de conserver, aux entreprises qui les ont créées, un caractère français affirmé par la nationalité française des membres de leurs conseils d'administration.

Cet argument a, il est vrai, un point faible : c'est que si les actions à vote privilégié ont pour unique but de pallier à l'ingérence étrangère, leur maintien ne s'explique plus lorsque la cessation de l'inflation et le rétablissement des conditions économiques normales éloignent cette crainte.

Les actions à vote privilégié, moyen de défense, doivent disparaître le jour où la menace cesse.

« La création des actions à vote plural pouvait alors se justifier pour écarter la mainmise éventuelle des étrangers sur nos grandes sociétés industrielles, mais cette création aurait dû être limitée à quelques cas bien définis... et maintenant que par suite de la stabilisation le danger de l'ingérence étrangère a disparu, il est indispensable que l'on revienne aux règles très sages édictées par la loi de 1867.

» Il n'y a d'ailleurs pas deux mesures à prendre, mais une seule : l'assimilation pure et simple de toutes les actions à vote plural aux actions à vote simple. » (1).

Nous voyons donc que dans les rangs de ceux qui ont approuvé la création de ces actions un certain flottement se produit. Elles présentent à leurs yeux des inconvénients graves. Dans des circonstances exceptionnelles, leurs avantages ont pu l'emporter, mais maintenant qu'il leur semble que nous sommes sortis de cette passe difficile, les inconvénients réapparaissent au premier plan.

Cependant, nous voyons tous les jours créer de nouvelles actions à vote privilégié. On ne se donne, il est vrai, plus guère la peine de les justifier, on profite de l'élan donné, il semble que cela aille de soi-même. Le grand public ayant admis la création de ces actions et ne s'en montrant pas affecté, tout se passe comme si l'on suivait une coutume bien établie. « Bientôt, l'exception sera devenue la règle et il n'y aura plus qu'à marquer d'un astérisque les sociétés où l'actionnaire pourra encore exprimer son opinion autrement que par de vaines récriminations. C'est le règne du bon plaisir qui commence. » (2). On entend bien parfois des conseils insinuer qu'ils sont menacés de l'ingérence de personnalités étrangères, mais on ne précise pas si le quali-

(1) *Illustration économique et financière* du 11 août 1928.

(2) *Agence économique et financière* du 9 juillet 1928.

ficatif signifie étranger à la nation ou à l'industrie en question, ou simplement au conseil d'administration.

La persistance de la création de ces actions semble bien indiquer que ceux qui prétendent que seul l'intérêt national était en cause et que les conseils ne recherchaient que le bien général ne voient qu'un des côtés de la question.

Il y eut de tout temps des gens pour le dire, mais dans la fièvre qu'avait provoquée la baisse du franc, leurs protestations furent facilement couvertes par ceux qui proclamaient qu'il fallait éviter que la France ne perdît de sa substance.

Maintenant que le calme est revenu, ils élèvent la voix et se font entendre d'autant plus aisément que dans le camp opposé beaucoup hésitent, se demandant s'ils n'ont pas été dupes, si l'on n'a pas spéculé sur leurs sentiments patriotiques et s'il ne convient pas de renoncer à ce qui ne leur est apparu que comme un remède de circonstance.

Les actions à vote privilégié sont donc en ce moment faiblement défendues, on n'entend presque plus célébrer leurs mérites ; par contre, une accusation souvent fort âpre s'élève contre elles et se renforce de jour en jour.

II

LA THÈSE DÉFAVORABLE

L'intérêt national, dit-on, n'a pas du tout été la cause de la création de ces actions. Ce n'est pas lui, mais les avantages qu'elles leur assurent qui ont déterminé les administrateurs à la demander aux assemblées.

Les membres des conseils d'administration ont vu dans ces actions un moyen commode de s'assurer à peu de frais une majorité certaine. Grâce à elles, ils dirigent une société sans y avoir de gros capitaux, et, par conséquent, sans courir les risques de l'affaire, tandis que, comme administrateurs, ils bénéficient largement de ses profits.

Du fait qu'ils ne seront plus de gros actionnaires, les administrateurs se désolidariseront de plus en plus de la masse des actionnaires, ils auront une tendance accrue à ne les faire que peu profiter des bénéfices réalisés par la société. Et cela d'autant plus qu'assurés, quoi qu'il advienne, de voir l'assemblée qu'ils dominent approuver leurs comptes et leur voter leur quitus, aucune appréhension, aucune crainte ne les feront hésiter.

Les administrateurs, appuyés sur leurs actions à vote privilégié, sont totalement indépendants des actionnaires et pratiquement inamovibles. Point n'est besoin que leur

gestion plaise, que les mesures qu'ils prennent apparaissent avantageuses; tant qu'ils sauront se maintenir dans la stricte légalité, tant que l'on ne pourra les actionner en responsabilité, et l'on n'ignore pas combien cela est difficile, ils sont à l'abri de tout ennui. Ils peuvent impunément s'approprier la majeure partie des bénéfices produits par l'affaire, à condition, bien entendu, de n'utiliser que des moyens légaux.

« Il est certes commode de s'assurer la direction d'une affaire par la possession d'actions à vote plural et de réduire les bailleurs de fonds au rôle de simples spectateurs auxquels on ne devra rien si l'affaire tourne mal. Le chef d'une industrie se procure ainsi les avantages que lui donneraient des obligations sans en avoir la charge et sans contracter des dettes. » (1).

Et que l'on ne vienne pas dire que ces conséquences des actions à vote privilégié sont seulement théoriques. Les exemples ne manquent pas de conseils d'administration profitant des pouvoirs si étendus des assemblées pour faire voter des mesures ayant comme résultat le plus clair de faire passer l'argent de la main des actionnaires dans celle des membres du conseil et de leurs amis.

Les détracteurs de ces actions peuvent donc prétendre avec vraisemblance que dans bien des cas les actions à vote plural n'ont été créées que pour spolier les action-

(1) Schmuckovitch, *Les actions à vote plural*, p. 69.

naires ordinaires, et, ajoutent-ils, lorsqu'elles ne l'ont pas été dans un but aussi manifestement contraire à l'équité, lorsqu'elles ne tendent pas à satisfaire l'excès d'avidité des administrateurs, elles tendent à favoriser leur paresse. Elles donnent aux administrateurs une sécurité telle que ni leurs maladresses, ni leurs erreurs ne compromettent leur situation et qu'ils ont la certitude que lorsqu'ils s'en iront, ils pourront mettre à leur place le successeur de leur choix, en sorte que l'affaire devient leur affaire aussi personnelle et héréditaire qu'une affaire en nom, mais avec les avantages résultant de la forme anonyme, de l'apport des capitaux par le public et des facilités successorales offertes par la division en actions. D'où l'on conclut : « C'est pour s'assurer ces avantages que les administrateurs ont fait créer les actions à vote privilégié. »

C'est ce que dit, en termes exprès, M. Joseph Caillaux dans un article paru dans *Le Capital* du 23 août 1928.

« Pourquoi tant des personnages d'ordre si divers, gérant non pas même de grandes, mais le plus souvent de moyennes, voire de petites entreprises, sont-ils à ce point friands de la formule nouvelle ? Pour se protéger eux et leurs associés contre la mainmise étrangère ? Allons donc !

» Danger imaginaire, sauf dans des cas exceptionnels, forgés le plus souvent pour les besoins de la cause. La vérité, la voici : quelques-uns de ces hommes veulent préserver leur indolence. La plupart entendent

que l'affaire qu'ils ont mise sur pied ou qu'ils ont fait prospérer devienne un bien de famille. Ils veulent la léguer à leurs enfants. Ils entendent que ceux-ci la détiennent, peu important leurs capacités, il suffit qu'ils soient les enfants ! pour la passer aux petits-enfants et ainsi de suite. »

Sans contester que les conseils aient souvent créé des actions à vote privilégié dans des buts intéressés, il nous semble que ces motifs sont impuissants à expliquer le grand développement pris par ces actions depuis la guerre. Ce n'est pas seulement depuis la guerre que les administrateurs essaient de s'attribuer la plus grosse part possible des bénéfices. Ce n'est pas non plus seulement depuis la guerre qu'ils tiennent à leur situation et qu'ils essaient de s'assurer la majorité aux assemblées. De tout temps, au contraire, leur avidité a été dénoncée et il est aisé de se rendre compte qu'avant guerre les conseils étaient d'une telle stabilité que certainement ils étaient parvenus à se rendre maîtres des assemblées théoriquement chargées de les contrôler.

Ils s'assuraient la majorité sans avoir recours aux actions à vote privilégié. La législation leur offrait cependant pour en créer les mêmes facilités que maintenant, puisque c'est toujours sur l'alinéa 3 de l'article 34 du Code de commerce que l'on se base pour soutenir leur légalité, alinéa ainsi conçu : « Sauf dispositions contraires des statuts, les actions de priorité et les autres actions ont dans les assemblées un droit de

vote égal. » D'où l'on conclut : les statuts peuvent établir des différences dans le droit de vote. Or, cet alinéa date du 9 juillet 1902.

Si donc, sans qu'une modification de la législation soit venue en favoriser la création, les actions à vote privilégié sont, depuis la guerre, devenues tellement en faveur, il nous semble qu'elles le doivent non au désir des administrateurs de s'assurer une situation privilégiée, mais aux entraves que l'état économique d'après-guerre apporte à la continuation des procédés utilisés précédemment.

Ces procédés se ramenaient à un petit nombre de types comportant chacun un très grand nombre de modalités. L'ingéniosité des hommes d'affaires s'était donné libre cours en la matière et les combinaisons les plus variées avaient été mises sur pied. Sans doute, quelques modalités ne peuvent rentrer dans les cadres que nous allons indiquer, mais elles sont peu nombreuses et c'est une évolution d'ensemble que nous nous attachons à montrer en ce moment.

Il y avait aussi avant-guerre quelques actions à vote privilégié, nous étudierons ces précurseurs plus loin. Ce sont les combinaisons aboutissant à l'obtention de la majorité, sans utilisation des privilèges de vote que nous avons en vue en ce moment.

Ces combinaisons rentrent dans les types suivants :

Création de filiales et de sous-filiales apportant leurs voix au conseil de la société mère. Soit, en effet, une

société A. Elle crée une filiale B et elle garde la majorité des actions de B. Par suite, elle règne en maîtresse dans cette dernière, le conseil de B est à l'entière dévotion de celui de A et se compose souvent des mêmes personnalités.

Rien n'empêche la société B d'acheter une partie des actions de A et de soutenir de ses votes le conseil de A. La société B peut à son tour créer une filiale C, laquelle achète des actions de B et de A, et ainsi de suite. Pour chaque société, une fraction du capital est émise dans le public. Les dirigeants se procurent ainsi de l'argent frais qui est utilisé pour la partie proprement industrielle de l'affaire.

Le système est très sûr, chacun des conseils étant successivement approuvé par les délégués des autres.

Les actions étant la propriété des sociétés, les administrateurs et leurs amis peuvent n'en détenir qu'un très petit nombre, et, grâce à une faible mise, s'assurer indéfiniment la gestion de très importants capitaux. En outre, comme ce sont généralement les mêmes personnes qui composent les conseils des filiales et de la société mère, ce système présente à leurs yeux l'avantage de permettre le cumul des tantièmes.

M. Bailly (1), qui a mené campagne contre la constitution des réserves qui, dit-il, profitent presque uniquement aux administrateurs, a montré que même avec

(1) Bailly, *Actionnaires et administrateurs*.

des statuts modérés, les tantièmes arrivent à être, grâce à ce système, bien supérieurs aux sommes distribuées et que les actionnaires de la société mère ne touchent finalement qu'une infime partie des bénéfices industriels réalisés par la filiale.

Les administrateurs ont donc double profit; leur situation est consolidée et ils touchent des tantièmes plus élevés.

Il existe une modalité très proche de la création des filiales : c'est l'échange d'actions entre entreprises. Au point de vue de la sécurité des administrateurs, le résultat est le même : le pouvoir de contrôle échappe aux actionnaires et est exercé, mais de quelle bienveillante façon et à charge de revanche, par le conseil ami.

L'inconvénient commun à ces deux modalités est de diminuer beaucoup la portion du capital social utilisée dans l'entreprise au sens propre du mot, ce qui diminue le rendement de l'affaire.

Les dividendes réciproquement distribués se compensent, mais dans les deux cas les impôts se superposent, et étant donnés les taux élevés qu'ils atteignent, c'est là un inconvénient sérieux et qui se fait d'autant plus sentir que les sociétés détiennent un plus grand nombre d'actions. Aussi, même les sociétés pratiquant ces systèmes, et dont les conseils jouissaient par suite d'une sécurité absolue, ont-elles été amenées à utiliser les actions à vote privilégié, et cela non pour accroître la sécurité des conseils, mais dans un intérêt fiscal.

Nous ne faisons qu'indiquer en passant cette cause de la création d'actions à vote privilégié, nous réservant d'étudier plus loin en détail l'influence de notre régime fiscal sur la création de ces actions.

Cet inconvénient fiscal ne date que de la guerre et s'il a poussé à l'utilisation des privilèges de vote, ceux-ci ne sont cependant pas nécessaires au bon fonctionnement de ces procédés qui sont parfaitement capables, sans eux, d'assurer aux administrateurs une sécurité absolue.

Point n'est besoin, d'ailleurs, de se donner la peine de trouver à la filiale un support industriel ou commercial. L'existence de nombreuses sociétés dites « Holding » ou « Financière » nous le montre bien. Constituées le plus souvent par un groupe de sociétés, elles ont pour but officiel de gérer un portefeuille de titres et l'on pense bien que les actions des sociétés mères y ont une place toute indiquée. Cela est d'ailleurs loin d'être uniquement favorable aux administrateurs et nous indiquerons quel rôle important ces sociétés jouent dans la mobilisation des réserves au profit des actionnaires.

Les conseils s'efforcent aussi de se procurer le plus possible de pouvoirs en blanc, pouvoirs grâce auxquels ils font approuver leur gestion.

On sait qu'un grand nombre de personnes déposent leurs titres dans des banques qui leur donnent pour cela de très grandes facilités et qui, en les avertissant

de la date des assemblées, leur font parvenir des formules de procuration. Les actionnaires ne pouvant aller à l'assemblée et désireux de s'assurer le jeton de présence retournent très généralement ces procurations en blanc à la banque qui peut, soit envoyer un ou plusieurs mandataires à l'assemblée, soit, et c'est le cas le plus fréquent, faire parvenir ces pouvoirs au conseil qui, suivant les circonstances, les achète ou verse seulement le jeton de présence.

Ces pouvoirs en blanc constituent pour le conseil un secours d'importance très variable, d'autant plus faible que sa gestion est plus discutée, mais qui, néanmoins, reste toujours considérable et explique qu'il faille bien plus d'efforts pour renverser un conseil et se substituer à lui que pour se maintenir en place le changement une fois effectué.

Lorsque l'on veut se procurer des voix pour une date fixe, comme c'est le cas pour une assemblée, on peut aussi pratiquer une opération de déport sur le titre. Cela se ramène à un achat comptant combiné avec une vente à terme ; l'acheteur prend livraison des titres et en a la pleine propriété jusqu'à l'échéance du terme, jour où, en livrant les titres, il rentre dans son argent, moins la différence entre les cours d'achat comptant et de vente à terme, cette différence constituant justement le déport.

Ces deux procédés d'achat de pouvoirs et de déport ne sont pas d'une sécurité absolue. Ils sont capables,

par suite du petit nombre des actionnaires se rendant habituellement aux assemblées, d'assurer la majorité en période ordinaire, mais ils ne peuvent mettre le conseil à l'abri d'une attaque menée par un groupe puissant (1).

L'achat en déport ne peut fournir qu'un faible pourcentage du nombre total des actions et est d'autant plus onéreux qu'une demande plus active suscite une tension du taux de déport. En outre, il ne s'applique, et c'est là un inconvénient majeur, qu'aux actions cotées à terme.

Les pouvoirs envoyés en blanc sont d'un appui bien incertain. Rien n'empêche les banques auxquelles ils sont adressés de les garder pour elles ou même de les céder à l'opposition. Sans compter que si cette opposition est active et a fait une bonne campagne de presse, il se peut fort bien qu'un grand nombre des actionnaires lui aient directement envoyé leurs pouvoirs, ainsi que cela s'est passé, par exemple, lors de la dernière assemblée extraordinaire du Gaz Lebon, à l'occasion de laquelle la Banque de Lubersac a fait un gros effort pour grouper l'opposition.

En outre, les pouvoirs étant remis aux banques, celles-ci ont, grâce à eux, un moyen énergique de pression et elles le font bien sentir au conseil.

Dans certains pays, la coutume existe de déposer les

(1) Le groupe assaillant peut lui aussi utiliser ce procédé. Le groupe Dreyfus-Fabre l'a utilisé pour obtenir, en 1927, le contrôle des Chargeurs Réunis.

actions dans des banques qui remettent des certificats de dépôt négociables, d'où il résulte que, dans la pratique, les titres eux-mêmes disparaissent de la circulation, et que les banques ont des paquets stables de ces titres.

Ce système, lui aussi, met les conseils d'administration dans les mains des banques.

Il faut donc, sauf le cas des filiales, que le conseil ait personnellement un grand nombre de voix. Or, les conditions économiques et fiscales existantes depuis la guerre, en provoquant l'accroissement du nombre des actions et leur dispersion dans le public, ont rendu de plus en plus difficile la détention constante d'une fraction très considérable des actions d'une société.

Cette difficulté à conserver de gros paquets d'actions a obligé les administrateurs à chercher de nouvelles méthodes pour s'assurer la majorité, et c'est ce qui les a amenés à créer des actions à vote privilégié.

Sans doute, beaucoup d'auteurs prétendent que si ces actions ont pris un tel développement, c'est qu'elles répondent à une tendance de notre époque, qui serait d'accorder une importance de plus en plus grande à l'*intuitus personæ* des sociétés de capitaux. Il est possible que cette tendance existe quoiqu'il puisse sembler étrange qu'elle se manifeste par la création de titres négociables. Il ne faut pas oublier que l'*intuitus personæ* a toujours eu un grand rôle dans les sociétés, dites de capitaux, mais qui sont créées et administrées par des personnes, et il reste à démontrer que l'on fait

plus qu'autrefois attention à la personnalité des directeurs, administrateurs et fondateurs. Nous sommes cependant persuadés que les privilèges de vote ne sont pas une création arbitraire. Ce n'est pas par hasard qu'ils se sont développés au cours de ces dernières années ; ils sont inspirés de la situation actuelle et, ainsi que nous l'avons dit, nous croyons que les causes sont surtout d'ordre économique et fiscal.

III

LES CAUSES ÉCONOMIQUES

Alors qu'avant la guerre une société possédant quelque surface et ayant besoin de capitaux se les procurait facilement par un emprunt obligataire, cette opération lui était devenue, ces dernières années, extrêmement difficile. Les taux élevés atteints par l'argent à long terme et les avantages accessoires : prime d'amortissement, prise d'impôts à leur charge, que les emprunteurs étaient obligés de consentir, étaient tels que des sociétés, de premier ordre pourtant, ont émis des emprunts qui leur revenaient à 12 et 15 p. 100. Le public avait une méfiance grandissante pour ce genre de placement.

La chute du franc faisait réaliser aux actionnaires des bénéfices énormes au détriment des obligataires dont la créance diminuait sans cesse et menaçait de disparaître complètement, comme cela s'était vu dans d'autres pays. Cette baisse de la monnaie, qui rendait incertains

tous les contrats libellés en francs, éloignait une grande partie des épargnants du marché des obligations.

L'État, par ses emprunts incessants, absorbait une grosse partie des disponibilités de ceux qui avaient conservé leur confiance aux valeurs à revenu fixe et rendait d'autant plus difficile le financement des affaires.

Aussi l'importance des émissions d'obligations a-t-elle diminué en même temps que la confiance dans le franc.

Les statistiques indiquent nettement cette diminution. Nous voyons, en effet, qu'il a été émis :

Années.	Obligations.	Actions.	Pourcentage.
—	—	—	—
(En millions de francs.)			
1922...	2.710	1.378	196
1923...	3.056	2.275	134
1924...	1.791	3.693	47
1925...	1.035	2.654	38
1926...	1.922	3 034	63
1927...	3.390	3 947	85

Pour visible qu'apparaisse le mouvement, il ne faut pas oublier qu'il est beaucoup plus accentué que ne l'indique la statistique. Les émissions y sont comptées au pair; or, les obligations étaient émises à un taux inférieur pour ménager une prime aux souscripteurs.

Quant aux souscripteurs d'actions, ce sont eux qui versaient une prime, souvent égale, voire même supérieure au pair. Si, en 1925 par exemple, on faisait le rapport des sommes réellement versées par les souscripteurs, on verrait que les obligataires sont loin

d'avoir fourni 38 p. 100 des sommes versées par les actionnaires.

Le public ne voulant pas d'obligations par crainte de voir la dévalorisation du franc amener l'anéantissement de sa créance, des combinaisons destinées à le prémunir contre ce risque furent mises sur pied et connurent une certaine faveur, que la portion variable soit calculée sur le chiffre d'affaires, ou sur le bénéfice net, ou sur le dividende distribué aux actions (1).

Mais le public était peu familiarisé avec ces combinaisons, et les actions, du fait qu'elles représentent une quote-part du capital social, lui semblaient plus sûres.

Beaucoup de sociétés ayant besoin de capitaux, et depuis la guerre les besoins en ont été immenses, ont donc eu recours aux émissions d'actions. D'autant plus que les acheteurs d'actions faisaient peu attention au rendement de ces dernières, recherchant principalement non un dividende, dont les impôts auraient absorbé une bonne part, mais une plus-value en capital. Les actions de nombreuses sociétés étaient cotées à un niveau qui capitalisait le dividende à un taux souvent inférieur à 2 p. 100. La comparaison avec le taux nécessaire pour réussir une émission d'obligations ne pouvait que faire donner la préférence à une émission d'actions.

Mais ces actions absorbées par le public rendaient moins forte la position du groupe dirigeant en dimi-

(1) V. sur cette question, Zeller, *Les obligations à revenu variable*.

nuant le pourcentage détenu par lui. Sans doute, lorsque l'émission d'actions était faite dans le but d'obtenir de l'argent frais et que l'affaire était solide, l'émission était faite avec prime, prime, ainsi que nous l'avons dit, parfois très élevée, ce qui diminuait le nombre de voix échappant au groupe directeur, mais les besoins de capitaux ont souvent été tels que ce n'était là qu'une barrière fragile. Les administrateurs, pour s'assurer contre un changement de majorité, ont eu recours aux privilèges de vote. Ils l'ont fait d'autant plus facilement que les souscripteurs des actions présentées au public étaient ceux-là mêmes qui, avant guerre, auraient acheté des obligations et qui cherchaient un placement sauvegardant leur capital et non un pouvoir de contrôle. Ces nouveaux actionnaires avaient une mentalité d'obligataires et au fond de leur cœur ils se considéraient toujours comme des bailleurs de fonds. Peu leur importait de ne pas pouvoir influencer sur la majorité. Ils étaient de ceux qui s'abstiennent d'aller aux assemblées ou qui envoient leurs pouvoirs en blanc.

Si les actions avaient dû rester toujours entre leurs mains, la situation du conseil s'en serait trouvée renforcée. Mais la fièvre de la spéculation avait envahi même cette classe de petits capitalistes. Le goût était venu d'acheter et de vendre fréquemment. Une circulation aussi rapide des titres offrait de grandes facilités à ceux qui voulaient acheter de gros paquets d'actions, la contre-partie étant facile et l'opération passant faci-

lement inaperçue, noyée dans les chiffres considérables traités quotidiennement.

Avant guerre, lorsqu'un titre était bien « casé » dans le public, que les propriétaires des actions les gardaient en portefeuille des années et des années, pareille opération était très difficile. Il aurait fallu pendant des semaines se porter acheteur de presque tout le papier offert et l'attention aurait été nécessairement attirée sur semblable manœuvre. Mais dans la fièvre boursière surexcitée par les amples mouvements de cours auxquels nous avons assisté, les titres repassaient à peu d'intervalles sur le marché et il était facile d'acheter, sans se faire remarquer, sinon la majorité, tout au moins un gros pourcentage du nombre total des titres.

Sans doute l'abstention des actionnaires aux assemblées continuait. Elle avait fait dire avant la guerre qu'il suffisait d'un tiers des voix pour être sûr de la majorité dans les assemblées. Et cela sans risque, car une coalition de la masse des petits porteurs est une chose pratiquement impossible à organiser et les administrateurs avaient la quasi certitude de connaître à temps les concentrations de titres. Cette sécurité leur échappant et leur part de capital social diminuant, les administrateurs n'ont plus été sûrs d'être les maîtres dans les assemblées. Il devenait possible à un groupe d'arriver à une assemblée avec plus de voix qu'eux-mêmes et, grâce à cette majorité de surprise, de prendre la direction de l'affaire. Des exemples montraient que

cette crainte n'était pas chimérique. Des financiers avaient acheté en bourse assez de titres pour devenir les maîtres d'affaires importantes ou, comme on s'était mis à le dire, à les contrôler.

Pour ne citer qu'un exemple, mais particulièrement caractéristique de la manière, nous rappellerons que c'est ainsi qu'Otto Wolff s'empara de la direction de la si puissante firme métallurgique Phœnix. Il acheta, sans se faire remarquer, pendant près de trois ans et ne se présenta que sûr d'avoir la majorité.

« En fait, l'irruption d'Otto Wolff dans la firme Phœnix, qui surprit la direction elle-même de l'entreprise, était préparée de longue main. C'est ce que montrent bien surtout les listes de présence des assemblées générales de la firme Phœnix pour les années 1917 à 1920... On voit là, sur un exemple éclatant, comment, dans la période de guerre et d'après-guerre, la majorité des actions d'une grande entreprise a pu être achetée et groupée dans les mêmes mains. On voit comment le capital actions représenté par les grandes banques et qui se trouve surtout entre les mains des petits actionnaires diminue de plus en plus, tandis que se forme un nouveau bloc d'actions. » (1).

La méthode était utilisée en grand pour la constitution de ces consortiums dont beaucoup n'ont dû leur énorme développement qu'à l'inflation.

(1) Richard Lewinsohn, *Histoire de l'inflation*, p. 65, traducteur Simondet, éditeur Payot.

Les administrateurs des sociétés ayant besoin de capitaux étaient, par suite de l'état du marché, obligés d'émettre des actions. Le conseil était en général, dans l'état primitif des choses, assuré de la majorité. Mais en lançant ces nouvelles actions sur le marché, il l'élargissait et il accroissait énormément le flottant échappant à son contrôle. Si ces actions étaient créées identiques aux anciennes, il risquait de se voir mettre en minorité. Les administrateurs pensèrent tout naturellement à émettre des actions n'ayant pas ce pouvoir.

La législation française n'admettant pas les actions sans droit de vote (1), il ne leur restait qu'à en créer un si restreint qu'il ne puisse entrer en concurrence avec celui dont ils disposaient. La conséquence de ces émissions d'actions fut donc la création de privilèges de vote destinés à éloigner les nouveaux actionnaires des affaires sociales et à conserver la prépondérance aux soutiens du conseil.

Beaucoup de ces privilèges de vote furent ainsi établis comme conséquence du grand nombre d'actions créées par les sociétés obligées par l'état du marché de procéder à une augmentation de capital pour se procurer des fonds.

Si la cause immédiate de la création des actions à vote privilégié est l'augmentation du nombre des actions, les causes lointaines sont la difficulté de procéder à une

(1) De semblables actions existent aux États-Unis.

émission d'obligations et la surexcitation du marché qui faisait échapper le contrôle du titre au conseil.

IV

LES CAUSES FISCALES

Si beaucoup d'actions ont été créées pour subvenir aux besoins d'argent des entreprises, beaucoup l'ont aussi été dans le but d'éviter les impôts.

C'est une loi générale que plus un impôt est lourd, plus les assujettis déploient d'activité pour l'éviter. Les dangers de la fraude fiscale, aussi bien dissimulée qu'elle soit, ont fait diriger cette habileté vers l'utilisation opportune de certaines dispositions de la législation, qui, spécialement interprétées, permettent l'évasion légale.

Le contribuable ne court que le risque de voir, si son expédient se généralise, les pouvoirs publics modifier la loi si habilement mise à profit. C'est, en somme, une lutte d'ingéniosité entre le législateur et le contribuable. Les opérations qui permettent l'évasion légale présentent presque toujours certains inconvénients, et, outre qu'elles demandent un effort d'ingéniosité, elles rompent la routine et heurtent les habitudes. On ne s'y livre donc que si le bénéfice que l'on espère en tirer est tentant. C'est la comparaison entre les avantages et les inconvénients qui décide le contribuable. C'est ce qui explique que chaque augmentation du taux des impôts

accroisse le nombre des combinaisons susceptibles d'être productives et multiplie le nombre de ceux qui s'y livrent. Notre législation présente deux caractères très nets : d'une part, les taux des impôts sont très considérables; d'autre part, des opérations parfaitement légales et assez simples permettent d'échapper à un certain nombre d'entre eux. L'évasion légale est aisée.

Il était donc fatal que ces combinaisons soient pratiquées sur une grande échelle, et cela d'autant plus que l'avantage à en tirer, l'exonération d'impôt, est immédiat et visible, que les inconvénients sont parfois lointains, et que, dans certains cas, le public ne les remarque même pas et ne peut donc être arrêté par eux.

Les impôts qui nous occupent en ce moment sont de diverses sortes. Ce sont d'abord les impôts frappant les bénéfices alors qu'ils sont encore entre les mains de la société, c'est-à-dire surtout l'impôt cédulaire sur les bénéfices industriels et commerciaux. Viennent ensuite ceux atteignant ces bénéfices à leur passage de la société aux ayants droit, actionnaires, porteurs de parts, etc., et ceci principalement par voie d'imputation sur le coupon; ce sont surtout l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières et la taxe de transmission. Enfin, ceux établis sur ces bénéfices une fois qu'ils sont rentrés dans le patrimoine des bénéficiaires, c'est l'impôt général sur le revenu.

Nous allons étudier successivement les principales méthodes utilisées pour éluder ces impôts dont les taux élevés sont connus.

Nous ne considérerons pas la fraude, qui, en l'espèce, ne peut provenir que de fausses déclarations et qui ne permet pas d'opérations effectuées au grand jour, et nous nous occuperons uniquement de l'évasion légale.

Les combinaisons imaginées sont extrêmement nombreuses et il nous serait impossible de les indiquer toutes. Il ne faut pas oublier que, lorsqu'il s'agit d'éluder des impôts, les hommes d'affaires font toujours montre d'une grande ingéniosité. Nous voulons seulement indiquer les principales de ces méthodes d'évasion fiscale qui ont conduit à des augmentations de capitaux et, par suite, indirectement à la création d'actions à vote privilégié.

L'impôt cédulaire sur les bénéfices industriels et commerciaux est celui pour lequel l'évasion fiscale est le moins aisée. En effet, les contrôleurs des contributions directes n'imposent pas les sociétés suivant les bilans fournis aux assemblées. Ils corrigent ces bilans par des ventilations qui portent généralement sur les amortissements, sur les frais généraux et sur le poste « créanciers », beaucoup d'entreprises ayant la fâcheuse habitude de totaliser à ce poste des sommes qu'elles doivent à des tiers et qui sont donc de véritables dettes et des sommes dont elles ne sont comptables qu'envers elles-mêmes et qui sont, par conséquent, la propriété des actionnaires.

•

Mais cependant il est possible de constituer légalement des réserves occultes au moyen des évaluations d'inventaires, et cela jusqu'à ce que la délicate question des réévaluations d'actifs soit résolue.

A une époque où le prix de toutes choses croissait constamment, si l'on conservait dans une suite d'inventaires une évaluation immuable pour une valeur donnée, cette évaluation devenait avec le temps très inférieure à la réalité, constituant ainsi une véritable réserve. Mais alors qu'un amortissement trop rapide, aboutissant cependant au même résultat, était susceptible d'être repris par le contrôleur et incorporé au bénéfice fiscal, la conservation à un même poste de la même évaluation était à l'abri de toute rectification. Sans doute, le jour où l'objet sous-évalué était vendu, le bénéfice apparaissait et était, dès cet instant, imposable, mais certains articles ne sont pas réalisés tant que fonctionne l'entreprise. Ces bénéfices latents pouvaient, en outre, être partiellement mis en évidence dans une année de pertes et compenser ces dernières.

Cette fixité d'évaluation donnait surtout des résultats pour les stocks, le portefeuille et les avoirs en devises étrangères.

Les plus-values des stocks peuvent provenir soit de l'augmentation de leur quantité, soit de la hausse des prix. La plus-value résultant de l'augmentation de la quantité est incontestablement partie intégrante du bénéfice et comme telle imposable; il n'en est pas de

même de l'augmentation résultant de la hausse des cours. C'est un principe très généralement suivi par les entreprises de faire figurer dans les inventaires les stocks au prix de revient et non au cours du marché, sauf dans le cas où ce cours est inférieur au prix de revient.

L'évaluation était toujours faite de façon qu'une réalisation éventuelle n'apporte aucune surprise et procure à l'entreprise au moins la somme portée à l'inventaire. Cette méthode est prudente, elle n'est transgressée que par les administrateurs désireux, pour augmenter l'apparence de prospérité de leur affaire, d'accroître son bénéfice comptable. Une pareille manœuvre, généralement effectuée dans un but spéculatif, doit presque toujours inspirer de la méfiance.

Les sociétés évaluent donc leurs stocks le plus bas possible et tant que cette évaluation est basée sur le prix de revient ou sur le cours du marché, l'administration n'a rien à redire. Agir autrement serait, en effet, taxer les bénéfices en espérance. Les conditions du marché varient et un bénéfice ne doit jamais être tenu pour acquis, tant qu'il n'est pas réalisé par une aliénation.

Nous répétons, tant nous voulons éviter tout malentendu sur cette question, que notre raisonnement n'était rigoureusement exact que tant que le franc était censé valoir toujours le franc, que l'unité monétaire était toujours légalement la même et que les redevables pouvaient opposer à l'administration la possibilité du

retour du franc au pair d'avant-guerre et les variations de cours qui en seraient l'inévitable conséquence. La création d'une nouvelle unité monétaire soulève des problèmes très complexes et très intéressants que nous mettons de côté en ce moment.

Nous étudions les causes de la création des actions à vote privilégié. Ces actions ont connu une grande vogue dès 1924.

Les causes de leur création se trouvent dans la situation à cette époque et c'est elle et celle des années suivantes que nous étudions maintenant.

Ces stocks constituaient donc une accumulation de richesses d'une valeur bien supérieure à l'estimation figurant au bilan et le fait n'était pas inconnu des actionnaires, le conseil le signalait même parfois dans son rapport, ou verbalement au cours de l'assemblée. C'est ainsi que le président du conseil de la sucrerie et raffinerie Say à l'assemblée de décembre 1924 s'exprime en ces termes : « Rappelons encore une fois que les sucres sont inventoriés à 22 francs le quintal pour les rouges et 25 francs pour les blancs. Il y a là une réserve latente, mais indisponible pour les actionnaires. » L'existence de cette réserve étant portée à la connaissance des actionnaires, elle provoque une hausse du cours de l'action et nous allons voir dans un instant comment cette hausse peut être mise à profit pour permettre à l'actionnaire de disposer de sa part des réserves, et cela sans que les sommes sortent des caisses de

la société et même, comme c'était le cas ici, sans que les bénéfices soient comptabilisés par la société.

Pour le portefeuille, la règle est la même : les titres sont évalués au cours d'achat, et en cas de hausse, il y a là aussi constitution d'une réserve. En ce qui concerne les valeurs étrangères, les choses étaient encore plus simples. On ne voit pas, en effet, sur quelle base juridique auraient pu s'appuyer les agents du Trésor pour imposer une autre évaluation que le pair. De nombreuses sociétés — banques, sociétés ayant leur exploitation à l'étranger, maisons d'exportation — enflèrent dans leurs bilans le poste devises étrangères et leurs bénéfices se trouvaient diminués de toute la différence entre le cours réel et le pair.

Les bénéfices une fois obtenus par la société, il s'agit d'en faire bénéficier les porteurs de titres, et cela le plus économiquement possible.

Avant la guerre, la chose était très facile. Une partie des bénéfices était constituée en réserve, augmentant ainsi la sécurité et la force de l'entreprise et amenant une hausse du titre. Le surplus était distribué aux actionnaires sous la forme toute simple et traditionnelle du dividende. L'actionnaire bénéficiait ainsi d'un accroissement de capital et d'un revenu. Le dividende était soumis à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, impôt existant depuis la loi du 29 juin 1872 et frappant tous les bénéfices distribués. Le taux de cet impôt était modéré, cependant certaines combinaisons avaient été mises sur pied pour l'éviter.

On comprend facilement que le taux élevé atteint par cet impôt a singulièrement accru l'intérêt présenté par ces combinaisons et que, d'exceptionnelles, elles soient devenues très courantes. Leur intérêt est d'autant plus considérable que depuis 1917 l'impôt général sur le revenu est venu se superposer à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. Sans doute, son assiette est légèrement différente, mais quantité de faits sont passibles des deux impôts, notamment la perception de dividendes. En n'en distribuant pas, on évite du même coup l'impôt cédulaire et l'impôt général. Si ce dernier est de peu d'importance pour les petits actionnaires il est, par suite de sa progressivité, très lourd pour les gros porteurs, qui justement sont les membres du conseil et leurs amis. Les mesures préconisées par le conseil se sont donc grandement inspirées du désir d'éviter l'impôt général.

Il faut donc que la société ne distribue pas ses bénéfices et que cependant les actionnaires profitent de leur accumulation. C'est la question dite de la valorisation des réserves.

La combinaison qui vient la première à l'esprit est la presque cessation de distributions par la société et, par suite, la constitution de grosses réserves. La hausse des titres qui ne manquera pas de se produire enrichira les actionnaires. S'ils ont besoin d'argent, la vente de quelques-unes de leurs actions le leur procurera sans écorner leur capital représenté par un plus petit

nombre d'actions, c'est vrai, mais de plus grande valeur. C'est, dans une certaine mesure, la méthode suivie par le conseil de la Suez qui en distribue guère que 1 p. 100 du cours du titre. Les porteurs de ces actions ne tablent évidemment pas sur le dividende, mais sur l'accroissement du capital.

Mais les titres atteignent ainsi des cours très élevés qui en restreignent le marché. En outre, le système ne satisfait pas ceux qui n'ont que peu de titres ni ceux qui veulent conserver une certaine proportion du nombre des actions, ce qui est justement le cas du conseil, car il conduit à un effritement de sa majorité.

On peut, pour remédier en partie à ces inconvénients, diviser les actions, ce qui diminue le prix de l'unité, mais on ne peut le faire que peu de fois sous peine de tomber au-dessous du nominal minimum légal. Il y a aussi la ressource d'introduire sur le marché des fractions d'actions, un dixième par exemple ; elle est très peu utilisée.

Avant la guerre, on recourait assez volontiers à une distribution gratuite d'actions. Une société ayant de fortes réserves en incorporait une partie au capital social et distribuait à ses actionnaires les actions créées en représentation de cette augmentation. Les actionnaires pouvaient vendre ces actions et obtenir ainsi de l'argent liquide tout en conservant un intérêt dans la société ; en outre, cette multiplication du nombre des titres empêchait les trop hauts cours.

Mais une jurisprudence constante assujettit cette distribution à l'impôt cédulaire pour le montant nominal du titre. Cette solution est assez critiquée en doctrine (1). L'actionnaire, dit-on, n'a, en réalité, rien reçu. Supposons une société dont le capital est représenté par 5.000 titres cotant 2.000 francs et une distribution de 5.000 actions gratuites, soit titre pour titre. L'actionnaire qui avait une action valant 2.000 francs, en aura 2, mais de 1.000 francs chacune. Son droit dans la société était de $1/5.000$, il sera de $2/10.000$, ce qui revient absolument au même. D'autre part, la société ne s'étant dessaisie d'aucune somme, rien n'a été transféré de son patrimoine dans celui des actionnaires, qui sont donc indûment imposés.

L'argumentation de l'enregistrement pourrait être présentée ainsi : à la liquidation de la société, l'impôt est perçu sur toutes les distributions consécutives à la dissolution dans la mesure de l'excédent des valeurs distribuées sur le capital nominal de la société. Si les réserves sont incorporées au capital par distribution gratuite d'actions, la matière imposable sera diminuée d'autant lors de la dissolution. Ce raisonnement ayant toujours obtenu gain de cause, les sociétés ont cherché une autre voie.

Elles crurent l'avoir trouvée dans des remboursements de capitaux effectués conjointement avec une

(1) V. Allix et Lécerclé, *L'impôt sur le revenu*, p. 263.

émission d'actions nouvelles. Le raisonnement était simple : l'impôt frappant toutes les distributions excédant le capital versé, mais non le remboursement de ce capital, rien n'empêchait de le rembourser avant la dissolution. Les sommes ainsi touchées par les actionnaires échappaient à l'impôt.

Si on procédait en même temps à une augmentation du capital, la possibilité était donnée aux actionnaires de souscrire à cette dernière avec l'argent remboursé, et, en définitive, ils se trouvaient avoir gratuitement une action de jouissance.

Le système était excellent et il prit vite un grand développement ; l'administration s'en émut, et la loi du 13 juillet 1925 y mit fin. Elle stipule que tout remboursement non accompagné d'une réduction du capital social n'est pas, en réalité, un remboursement, mais une distribution de bénéfices, une société ne pouvant à la fois rembourser son capital et le conserver comme gage de ses créanciers. La modification législative est très logique, elle souleva cependant des critiques d'autant plus vives qu'on lui reprocha de faciliter l'établissement d'un impôt sur le capital. En tout cas, et c'est le point de vue qui nous intéresse ici, elle coupa court aux remboursements anticipés et une autre combinaison devint d'actualité. Elle avait de tout temps été utilisée, mais la cessation des deux autres la rendit plus fréquente et, de fait, elle est la plus utilisée actuellement ; et l'on voit difficilement quelle modification légale, en

harmonie avec les principes directeurs de notre système d'impôts, pourra y mettre fin.

L'opération consiste en une augmentation de capital effectuée au pair ou en tout cas à un cours nettement inférieur au prix du titre en bourse. Elle exige donc que le titre soit coté au-dessus du pair, et plus la cotation est élevée plus elle est facile et avantageuse. C'est pourquoi tout ce qui fait hausser le titre la facilite et, par conséquent, l'existence reconnue de réserves occultes, ainsi que nous le signalions plus haut au sujet de la déclaration du président de la Say.

La société procède à une augmentation de capital, les titres sont remis contre espèces et, par suite, leur obtention ne peut en aucune façon être considérée comme un revenu pour le souscripteur. La souscription des nouvelles actions est réservée aux anciens porteurs. Comme elles sont émises très au-dessous du cours des actions anciennes, la plus-value en bourse est immédiate et il est loisible à l'actionnaire de la réaliser en aliénant son titre. Il peut même en bénéficier sans souscrire, il lui suffit de vendre son droit. Le bénéfice qu'il réalise ainsi ne saurait être considéré comme un revenu distribué par la société; il échappe donc à l'impôt cédulaire; d'autre part, au point de vue de l'impôt général, il est considéré comme un accroissement de capital et, par conséquent, exonéré. Le système est donc parfait au point de vue fiscal. Pour la masse des actionnaires, il importe peu de toucher un dividende ou le montant

d'un droit de souscription, et si ce dernier est le plus élevé, il a leur préférence. Il y a certains cas où la chose n'est pas indifférente, par exemple pour les usufruitiers (1), mais c'est là un inconvénient trop faible et trop exceptionnel pour contre-balancer les avantages offerts à la masse.

Il existe un inconvénient sérieux, c'est celui résultant de la multiplication du nombre des actions; le cas est ici le même que pour les sociétés ayant procédé à une augmentation de capital par besoin de fonds. Les actionnaires ne peuvent bénéficier de leur part des réserves qu'en vendant des actions et, par suite, en introduisant dans la société de nouveaux actionnaires, qui, en se coalisant, peuvent s'emparer de la direction. Les petits actionnaires étaient peu affectés par cet inconvénient, il est apparu dans toute sa force aux membres du groupe directeur. Le problème était pour eux de vendre leurs actions nouvelles en conservant la majorité des voix dans les assemblées. Ils veulent bien vendre des actions pour valoriser leur part des réserves, mais ils considèrent qu'eux seuls sont les véritables associés et doivent conserver la direction. Leur idéal serait de vendre des titres donnant uniquement droit à un chiffre des réserves. Les nécessités légales les obligent à émettre des actions, mais ils veulent les rapprocher autant que possible de ce rôle.

(1) V. Jauffret, *Du droit de souscrire par préférence à des actions nouvelles.*

Recourir aux privilèges de vote était tout indiqué. Assurant définitivement à leurs détenteurs la direction, ils leur permettent de répandre dans le public autant d'actions ordinaires qu'ils le jugent utile. Grâce à la garantie que leur donnent ces actions à vote privilégié, les groupes directeurs ont pu se permettre de procéder à des augmentations successives de capitaux qui ont rendu disponible pour eux leur part des réserves. En outre, le grand nombre de titres mis ainsi sur le marché permet aux administrateurs des spéculations fructueuses. Nous ne faisons que signaler maintenant ce point sur lequel nous reviendrons lorsque nous parlerons des possibilités offertes par les actions à vote privilégié.

Un inconvénient de ce système, encore peu sensible, il est vrai, mais susceptible de devenir grave, est que les sociétés accumulant les réserves et procédant à des augmentations successives de capitaux se trouvent à la tête de moyens considérables et, à moins de constituer un portefeuille important, elles sont obligées de prendre une grande extension industrielle. S'enrichissant toujours et distribuant très peu, elles deviendront en fait des biens de mainmorte énormes. Il est à craindre que les dirigeants, pour trouver un emploi aux grosses sommes dont ils disposent, ne soient amenés à sortir de leur industrie et qu'ils investissent des capitaux dans les directions les plus diverses sans nécessité ni plan d'ensemble, uniquement pour placer leurs fonds et que le rendement en soit mauvais. Sans doute, la concen-

tration, tant horizontale que verticale, est souvent profitable, mais que de cas où l'on ne voit vraiment aucun lien entre les activités exercées par la société et où le président ne peut les expliquer qu'en parlant en termes généraux de la nécessité de ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier et d'atténuer les conséquences d'une crise possible de l'activité principale.

Le fait que des capitaux disproportionnés avec l'activité en vue de laquelle la société a été constituée sont à la disposition du conseil, et cela sans contrôle grâce aux privilèges de vote, n'est pas sans inconvénients ; nous les signalerons lorsque nous aborderons, ainsi que nous l'avons dit, la question des abus qui ont été permis par ces privilèges.

Ces abus ont suscité de violentes critiques et les administrateurs ont dû envisager la possibilité de la prohibition, par le législateur, de ces actions. Si cette éventualité se réalise, les sociétés qui font des augmentations de capitaux, non par besoin d'argent, mais pour valoriser leurs réserves, auront une méthode tout indiquée à leur disposition. Elle est déjà utilisée, il suffira de lui donner de l'extension. Elle n'est, il est vrai, commode que pour les sociétés ne procédant pas à une extension industrielle et n'ensevelissant pas leurs réserves dans des immobilisations. Mais elle présente pour le conseil tant d'avantages que certainement nous la verrons se développer.

C'est une variante du système des filiales, mais avec

pour but de faire parvenir l'argent des réserves entre les mains des actionnaires. Le versement direct est sujet aux impôts, on les évite par un détour. La société utilise ses réserves à souscrire le capital d'une filiale dont il n'est pas nécessaire d'introduire les titres en bourse; elle procède ensuite à une augmentation de capital et les titres nouveaux sont rachetés à leurs souscripteurs par la filiale. La contre-partie est ainsi assurée, ce qui évite les inconvénients résultant d'acquéreurs inconnus: les voix n'échappent pas au conseil et le cours reste soutenu.

En fait, les actionnaires encaissent l'argent même des réserves et les frais de ce double trajet sont minimes, comparés aux impôts frappant le dividende.

On aboutit à une multiplication du papier, véritable inflation, un même capital réel servant de gage à plusieurs titres superposés dont le cours total est bien supérieur à sa valeur. Mais à la liquidation, tout cela se résorbera. La filiale joue, en outre, le rôle de syndicat de soutien pour les actions de la société mère.

Ce système permet d'éviter les privilèges de vote, mais on le combine parfois avec eux. Le capital de la filiale est divisé en deux catégories, on la décore du nom de holding, financière, omnium, etc., et les actions ordinaires sont lancées sur le marché. Les inconvénients de la superposition de titres gagés uniquement avec du papier dont le cours est facilement influençable et dont

on ignore la valeur réelle peuvent alors se faire vivement sentir; nous en reparlerons, mais nous avons voulu signaler maintenant que, d'ores et déjà, on connaît le moyen de valoriser les réserves par augmentation de capital et vente de titres sans que la direction courre de risque et sans recourir aux privilèges de vote.

DEUXIÈME PARTIE

Étude des actions à vote privilégié.

I

AU POINT DE VUE LÉGAL

Après avoir indiqué les principales causes de la création des privilèges de vote et avant d'aborder l'étude de leurs avantages et de leurs inconvénients, il nous faut envisager leur position dans le droit français, c'est-à-dire si notre législation positive les autorise et dans quelle mesure.

A. — Leur légalité.

Au cours de la polémique de presse suscitée par les actions à vote privilégié, il a été avancé que ces actions n'étaient pas légales. Elles sont, a-t-on dit, absolument opposées à la tendance démocratique et égalitaire de notre législation sur les sociétés. Elles permettent de graves abus et le législateur ne les a jamais autorisées formellement. En outre, le texte sur lequel on se base pour les justifier a été voté à une époque où elles étaient inconnues ; il visait à réglementer d'autres privilèges et

le législateur était loin de soupçonner les conséquences que l'on en tirerait. Ceci nous semble exact, mais nous n'en croyons pas moins à la légalité des privilèges de vote. Ce n'est pas parce qu'un texte a une plus grande portée que ne l'avait pensé le législateur que ce texte est caduc. Si l'on en tire des conséquences abusives, le remède est dans sa modification.

D'ailleurs, nous sommes persuadé qu'il faut tenir compte de l'exagération qui se donne souvent libre cours dans ce genre de polémique et que ceux qui ont formulé cette accusation n'étaient pas très sûrs de son bien-fondé ; la preuve en est que jamais le cas n'a été porté devant les tribunaux et, étant donnés les intérêts très importants qui sont en jeu, si l'on avait pensé avoir vraiment quelques chances de faire annuler ces actions comme illégales, il se serait certainement trouvé quelqu'un pour engager la procédure.

La doctrine est unanime à reconnaître la légalité de ces actions. Une controverse s'est toutefois élevée. Les alinéas 2 et 3 de l'article 34 du Code de commerce sont, en effet, ainsi conçus : « Toute société par actions peut, par délibération de l'assemblée générale constituée dans les conditions prévues par l'article 31 de la loi du 24 juillet 1867, créer des actions de priorité, jouissant de certains avantages sur les autres actions ou conférant des droits d'antériorité soit sur les bénéfices, soit sur l'actif social, soit sur les deux, si les statuts n'interdisent point, par une prohibition directe et expresse, la création d'actions de cette nature.

» Sauf dispositions contraires des statuts, les actions de priorité et les autres actions ont, dans les assemblées, un droit de vote égal. »

Tout le monde est d'accord pour dire que les actions de priorité et les actions ordinaires peuvent ne pas être investis du même pouvoir de vote. Mais, ont dit certains, les actions de priorité doivent exister indépendamment du privilège de vote. A prendre la lettre du texte, il semble que ce dernier apparaît comme un avantage accessoire venant s'ajouter à celui qui justifie la qualification d'actions de priorité. En d'autres termes, les actions ne pourraient se différencier uniquement par le droit de vote.

Cet argument avait une certaine force avant la loi du 16 novembre 1903 qui a donné à l'article 34 la rédaction que nous venons de citer. Le texte précédent, qui datait du 9 juillet 1902, disait en effet : « Sauf les dispositions contraires des statuts, la société peut créer des actions de priorité, investies du droit de participer avant les autres actions à la répartition des bénéfices ou au partage de l'actif social. » Avec cette rédaction, on pouvait soutenir que les actions privilégiées ne pouvaient l'être au seul point de vue du droit de vote, et qu'il fallait un avantage pécuniaire, mais la loi de 1903, en introduisant les termes généraux et volontairement imprécis « jouissant de certains avantages », semble avoir ouvert la porte à toutes les combinaisons.

En outre, le législateur a incontestablement autorisé

les assemblées à créer des actions jouissant de deux privilèges : l'un portant sur les répartitions, l'autre sur le droit de vote. Qui peut le plus pouvant le moins, les assemblées ont certainement le droit de créer des actions n'ayant qu'un privilège et en particulier qu'un privilège de vote. La discussion sur ce point est d'ailleurs inutile, rien n'étant plus facile que de créer des actions de priorité jouissant dans les répartitions d'un avantage très minime, voire même purement nominal, et d'accorder à ces actions ainsi caractérisées un droit de vote privilégié.

On ne fait pas de différence au point de vue de la légalité entre la création des actions à vote privilégié dès l'origine de la société et leur création en cours de fonctionnement.

On verra plus loin que nous critiquons vivement notre législation sur ce point et que nous demandons entre autres choses une réglementation très stricte de la création de ces actions postérieurement à l'introduction des titres sur le marché. Quoi qu'il en soit, dans l'état actuel des textes, la date de la création n'est pas prise en considération et l'on peut à tout moment créer des actions à vote privilégié.

B. — Dans quelles assemblées peut-on les utiliser ?

Ces actions étant reconnues comme légales, une question vient immédiatement à l'esprit. Quand ces actions joueront-elles ? Quelles sont les assemblées dans lesquelles elles jouiront de leur privilège ?

Il y a un point sur lequel l'accord a été immédiat, c'est qu'elles peuvent l'exercer dans les assemblées générales ordinaires. Par contre, un désaccord très net s'est manifesté sur le point de savoir si elles peuvent le faire dans les assemblées extraordinaires. On saisit tout de suite l'importance de la question.

Certes, les assemblées ordinaires ont des attributions considérables; c'est au cours de ces assemblées que sont approuvés les comptes, fixés les dividendes et nommés les administrateurs; mais, en somme, elles ne font que s'occuper de l'administration courante de la société, elles sont liées par les statuts et obligées de suivre leurs prescriptions. Les attributions des assemblées extraordinaires sont bien plus importantes; elles peuvent modifier les statuts, augmenter ou diminuer le capital social, changer la répartition des bénéfices, modifier l'objet ou la forme de la société. Nous n'ignorons pas que l'article 34 du Code de commerce stipule dans son avant-dernier alinéa que, « dans le cas où une décision de l'assemblée générale comporterait une modification dans les droits attachés à une catégorie d'actions, cette décision ne sera définitive qu'après avoir été ratifiée par une assemblée spéciale des actionnaires de la catégorie visée »; mais c'est là une prescription facile à tourner.

Étant données les profondes modifications que peuvent apporter dans la société les assemblées extraordinaires, l'usage d'un privilège de vote à ces assemblées

semble de prime abord exorbitant. Nous ne voyons pas bien, en effet, quelles garanties conserveraient les actionnaires ordinaires. Ils ont acquis leurs actions au vu des statuts et dans l'espoir de bénéficier des avantages que ces derniers leur promettaient. Accorder l'usage des privilèges de vote aux assemblées extraordinaires permettrait de les frustrer de ces avantages, et cela en dépit de leur opposition. Ainsi, ces actionnaires ordinaires, bien que représentant la majorité du capital, n'auraient pratiquement aucun droit dans la société créée et prospérant grâce à leurs apports. Dans ces conditions, acheter une action ordinaire reviendrait à faire un acte de foi en l'honnêteté et en la compétence des propriétaires des actions privilégiées aux mains desquels on remettrait le sort de son capital absolument sans aucune garantie. Acte de foi d'autant plus dangereux que si les propriétaires actuels des actions de vote sont connus et méritent peut-être cette confiance, ces propriétaires peuvent mourir ou vendre leurs actions et les propriétaires futurs sont inconnus.

Accorder ou refuser l'usage du droit de vote aux assemblées extraordinaires, c'est en modifier considérablement la valeur ; aussi les textes ont été scrutés avec grand soin et l'on a essayé d'en faire sortir les dernières conséquences ; malheureusement, ceux régissant la matière ne sont pas absolument clairs et des interprétations très différentes ont été mises en avant.

La controverse porte sur l'interprétation qu'il con-

vient de donner à l'alinéa 2 de l'article 31 de la loi du 24 juillet 1867. Cet article a été modifié par la loi du 22 novembre 1913. Avant cette date, il n'y avait aucune hésitation à avoir; aucune allusion au mode de vote dans les assemblées extraordinaires n'étant faite, il était clair que les termes généraux de l'article 34 du Code de commerce permettaient aux privilèges de vote de jouer dans toutes les assemblées.

La loi du 22 novembre 1913 modifia complètement l'ancien article 31, et voici l'alinéa 2 du nouvel article, alinéa sur la signification duquel porte la discussion : « Nonobstant toute clause contraire de l'acte de société, dans les assemblées générales qui ont à délibérer sur les modifications aux statuts, tout actionnaire, quel que soit le nombre des actions dont il est porteur, peut prendre part aux délibérations avec un nombre de voix égal aux actions qu'il possède, sans limitation. »

Ces termes : « un nombre de voix égal aux actions qu'il possède, sans limitation », ont été interprétés de façons très diverses. Le législateur a-t-il entendu restreindre l'application de l'article 34 du Code de commerce ? Les uns l'affirment, d'autres le nient.

Sans doute, le texte pourrait être plus précis, mais beaucoup de commentateurs (1), s'appuyant notamment

(1) Lyon-Caen et Renault, *Traité de droit commercial*, appendice du tome II, p. 12; Amiaud, *Les actions à droit de vote inégal*, p. 29; Dolbeau, *Gazette des sociétés*, 1920, p. 49; Mazeaud, *Le vote*

sur les travaux préparatoires, trouvent que le but du législateur ne fait pas de doute et est de voir tous les actionnaires prendre part au vote et disposer d'autant de voix qu'ils ont d'actions.

D'autres commentateurs (1) prétendent que c'est là donner au texte un sens trop restrictif. Malheureusement pour eux, leurs explications, si elles concluent toutes à la validité de l'usage des privilèges de vote, sont très différentes quant aux raisons qui motivent cette conclusion. Ce que la loi a voulu, disent-ils, c'est uniquement que tous les actionnaires puissent prendre part à la discussion et qu'ils aient au moins une voix par action.

M. Wahl (2) prétend « qu'on a voulu protéger les gros actionnaires, puisque c'est, malgré toute clause contraire,

privilegié, p. 110; Pic, *Sociétés commerciales*, nos 1271 à 1366; Danos, *Les actions à vote plural*, p. 27; Alexis, *Les privilèges de vote dans les sociétés anonymes*, p. 27.

(1) Wahl, *Commentaire de la loi du 22 novembre 1913*, *Journal des sociétés*, 1914, p. 49 à 119 et 145 à 166; Houpin et Bosvieux, *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations*, 5^e édit., n° 970; Copper-Royer, *Traité théorique et pratique des sociétés anonymes*, 2^e édit., p. 645; Bourcart, *Les modifications aux statuts et la loi du 22 novembre 1913*, *Annales de droit commercial*, 1914, p. 89 à 106, 171 à 196, 255 à 268, 337 à 364; Decugis, *Traité des sociétés*, 4^e édit., n° 347; Arthuys, *Traité des sociétés*, 3^e édit., n° 593; Malécot, *Du vote plural dans les sociétés par actions*, p. 68.

(2) Wahl, *Commentaire de la loi du 22 novembre 1913*, *Journal des sociétés*, 1914, p. 54.

la proportionnalité du nombre de voix au nombre d'actions qu'on a voulu assurer, sans limitation »; et plus loin (1): « En tout cas, il n'est pas interdit aux statuts de décider que, proportionnellement au nombre de leurs actions, les actionnaires auront un nombre de voix d'autant plus élevé que ce nombre d'actions sera plus considérable. Par exemple, les actionnaires auront une voix pour chacune de leurs dix premières actions, deux voix pour chacune des dix suivantes, etc... » Il nous semble que c'est prendre beaucoup de liberté avec le texte. Non seulement M. Wahl substitue au terme égal le terme proportionnel qui est loin d'être équivalent, mais, dans l'exemple qu'il donne, ce n'est plus, bien qu'il le prétende, de proportionnalité qu'il s'agit, mais de progressivité. La loi dit « un nombre de voix égal » aux actions. M. Wahl, par des modifications successives, prétend que cela veut dire un nombre de voix progressif suivant le nombre d'actions.

Il a été très peu suivi, et les autres auteurs favorables à l'usage des privilèges de vote au cours des assemblées extraordinaires ont mis en avant d'autres raisons.

Pour M. Bourcart, « égal aux actions qu'il possède » signifie égal aux droits attachés aux actions qu'il possède. D'autres argumentent sur les mots « *peut* prendre part... » et tirent leurs conclusions de ce que ce terme « peut » laisse de facultatif.

(1) *Ibid.*, p. 57.

M. Malécot (1) met en avant une explication extrêmement ingénieuse. Il ne conteste pas que les travaux préparatoires indiquent que le législateur a voulu permettre « à tous les actionnaires de donner leur avis proportionnellement à l'intérêt qu'ils ont dans la société » (2). « Mais, dit-il, ce que le législateur a voulu en édictant les dispositions de l'alinéa 2 du nouvel article 31, c'est assurément proportionner, dans les assemblées extraordinaires appelées à modifier les statuts, l'influence de chaque actionnaire à l'intérêt engagé par lui dans la société. » Et M. Malécot fait valoir que l'intérêt ne dépend pas seulement du nombre d'actions. « Et quand même les intérêts pécuniaires engagés par chacun des associés seraient identiques, est-ce qu'il n'y a pas aussi des intérêts moraux qui diffèrent considérablement? » (3). Aussi, les porteurs des actions privilégiées : banques, gros actionnaires, etc., ayant plus d'intérêts à la bonne marche de la société, doivent avoir un droit de vote plus considérable. Nous ne pensons pas que l'on puisse tirer davantage dans ce sens de ce texte.

En face de cette diversité de raisonnement des partisans du vote privilégié aux assemblées extraordinaires et de la subtilité de leurs argumentations, les adver-

(1) Malécot, *Du droit de vote plural dans les sociétés par actions*, p. 68.

(2) Exposé des motifs au Sénat par le rapporteur M. Chastenet, *Doc. parl.*, Sénat, août 1918, annexe 201, p. 1019.

(3) *Ibid.*, p. 70.

saires de ce vote constituent un bloc fort de son unité de vue et de la simplicité de ses déductions.

Pour eux, le texte, en employant le terme « égal », a bien entendu marquer qu'il s'agit d'égalité et non de proportionnalité ; d'autre part, s'il stipule « nonobstant toute clause contraire de l'acte de société », c'est que l'on n'a pas entendu laisser aux statuts la liberté de déterminer le pouvoir de votation. Mais c'est surtout l'étude des travaux préparatoires qui donne de la force à leur thèse.

Dans son rapport à la Chambre, M. Roblin dit, en effet (1) : « L'article 37 de la loi de 1867 dispose que dans les assemblées réunies extraordinairement pour prononcer la dissolution pour perte des trois quarts du capital social, tous les actionnaires peuvent prendre part au vote et disposent d'autant de voix qu'ils ont d'actions. Nous vous proposons, conformément au vote du Sénat, d'étendre cette sage mesure aux assemblées générales extraordinaires modificatives des statuts, nonobstant toute clause contraire des statuts. »

Quelle que soit l'opinion que l'on puisse avoir sur la portée attribuée par M. Roblin à l'article 37 de la loi de 1867, son intention est bien nettement indiquée, et ce qu'a voulu le législateur, c'est attribuer à chaque actionnaire autant de voix qu'il possède d'actions.

Quant à nous, nous adhérons à cette thèse et nous

(1) *Doc. parl.*, Chambre, septembre 1913, annexe 3059, p. 1308.

pensons que, étant donné le texte de la loi, on ne peut faire autrement que d'accorder à chaque actionnaire autant de voix qu'il a d'actions.

Mais nous croyons que toute cette querelle n'a plus grande portée pratique. Nous ne pouvons, en effet, suivre M. Alexis (1) lorsqu'il écrit : « Égal aux actions qu'il possède, qu'est-ce à dire sinon que tous les actionnaires ont accès à l'assemblée générale extraordinaire et que chacun d'eux dispose d'autant de voix qu'il représente d'actions, ce qui exclut toute inégalité de droit de vote au sein de ces assemblées. » Ces inégalités nous semblent, au contraire, très faciles. Les commentateurs que nous venons de citer et qui utilisent le terme actions à vote plural nous semblent n'avoir raisonné que pour cette forme des privilèges de vote. Actions à vote plural, actions disposant de plusieurs voix, voilà ce qu'ils paraissent s'être dit et l'égalité leur semble rétablie si toutes les actions ne disposent que d'une voix.

Nous avons indiqué au début de cette étude, lorsque nous avons défini les privilèges de vote qu'ils pouvaient parfaitement s'accommoder d'un même nombre de voix par actions, qu'il suffisait pour qu'ils existent que les actions soient de valeurs nominales différentes.

Les rapporteurs de la loi devant les Chambres et les

(1) Alexis, *Les privilèges de vote dans les sociétés anonymes*, p. 22.

commentateurs de cette loi ne paraissent pas avoir envisagé ce cas. Ils s'en sont tenus à la règle de l'article 34 du Code de commerce. « Le capital social des sociétés par actions se divise en actions et même en coupons d'actions d'une valeur nominale égale. »

Mais la création d'actions de valeurs nominales inégales est approuvée par la doctrine (1), et un arrêt de la Cour de Paris, en date du 5 avril 1884, est venu la reconnaître expressément, disant notamment : « Considérant que Bricard père et fils ne peuvent davantage invoquer l'article 34 du Code de commerce ; que cet article, auquel aucune sanction n'est attachée, n'édicte pas une prescription d'ordre public ; que les conventions qui s'en écartent peuvent donc être valables et obligatoires. »

C'était rendre possible une foule de combinaisons, mais on ne s'en est pas rendu compte tout de suite ; les efforts d'ingéniosité faits ces dernières années dans ce sens ont permis de les mettre en lumière et nous voyons combien ces systèmes sont supérieurs à la méthode primitive d'attribution d'un plus grand nombre de voix aux actions privilégiées, puisqu'ils permettent sans contestation l'usage du privilège de vote dans les assemblées extraordinaires.

Si, par exemple, les actions sont les unes de 100 francs

(1) Thaller et Pic, *Traité des sociétés*, t. II, n° 179 ; Houpin et Bosvieux, n° 343.

nominal, les autres de 500 francs, il suffira que les actions de moindre nominal représentent un sixième du capital social pour que leurs porteurs puissent faire échec aux détenteurs des cinq autres sixièmes. En réalité, l'inégalité sera beaucoup plus marquée, les actions à vote privilégié étant très généralement nominatives, rien n'empêche de ne les libérer que du quart, et dans ce cas, dans notre exemple, une action pour laquelle il aura été versé 25 francs aura le même pouvoir de vote qu'une pour laquelle on aura versé 500 francs. Le rapport des voix à somme versée égale sera donc de 1 à 20, et c'est là un privilège de vote très important.

Incontestablement, il est contraire à la volonté bien connue du législateur, mais le texte destiné à la faire respecter permet de la tourner facilement. C'est un exemple de plus de la difficulté qu'il y a à mettre sur pied un texte ne laissant aucune possibilité légale à ceux qui veulent tourner la loi.

Nous croyons que, quelle que soit la solution que l'on adopte au sujet des privilèges de vote dans les assemblées extraordinaires, cet article 31 doit être modifié. En effet, il permet l'usage d'un des procédés d'établissement des privilèges de vote et prohibe les autres; mais que ces privilèges existent grâce à des actions de même valeur nominale et de droit de vote supérieur ou par des actions de même droit de vote, mais de faible nominal, ils ont les mêmes résultats pratiques. Il faut donc ou les prohiber complètement et quelle qu'en soit

la forme, ou les autoriser complètement et non pas en permettre l'usage, comme avec le texte actuel, aux plus débrouillards, à ceux qui auront imaginé la plus subtile combinaison.

On voit que la querelle que nous avons relatée plus haut, si elle est intéressante au point de vue de l'histoire des privilèges de vote, si elle a eu un intérêt pratique immédiatement après le vote de la loi, n'a plus guère de portée actuellement. Elle est dépassée par les procédés modernes d'établissement des privilèges de vote.

Sous l'empire de notre législation actuelle, il est donc possible d'établir des privilèges de vote et de les établir de telle façon que l'usage en soit possible dans les assemblées extraordinaires. La loi du 22 novembre 1913, qui dans l'intention du législateur devait le prohiber, est impuissante à le faire, et si l'on se pose uniquement au point de vue de l'établissement des privilèges de vote, elle n'a qu'un résultat : pousser à leur établissement par voie d'actions de faible nominal.

Il nous importe donc peu de savoir quelle est l'étendue de sa rétroactivité. Nous sommes loin de nier l'intérêt de ce problème, tant au point de vue doctrinal qu'à celui de l'étendue des pouvoirs des assemblées, mais en ce moment nous étudions la question des privilèges de vote, et c'est sous cet angle que nous considérons cette loi. Tant qu'on ne la tournait pas, cette

question de rétroactivité présentait un grand intérêt. Suivant qu'on l'admettait ou non, les sociétés antérieures au 22 novembre 1913 pouvaient ou ne pouvaient pas user des privilèges de vote au cours de leurs assemblées extraordinaires. L'intérêt existe toujours pour celles de ces sociétés qui ont créé des privilèges de vote au moyen d'actions de plus fort pouvoir de votation (1). Mais l'on peut dire que c'est là une maladresse de la part de ces sociétés, et que si l'on regarde l'avenir, si l'on envisage les privilèges de vote en eux-mêmes et au point de vue de la réglementation qu'il convient de

(1) Le texte relatif à la rétroactivité est l'article 4 de la loi du 22 novembre 1913 qui dit : « Les dispositions de l'article 31, § 4, de la loi du 24 juillet 1867 et de l'article 34 du Code de commerce, modifiées par la présente loi, s'appliquent aux sociétés déjà constituées sous l'empire de la loi du 24 juillet 1867. » Mais se basant sur le lien étroit existant entre les divers alinéas, lien tel que si seul l'alinéa 4 était rétroactif on aboutirait à des conséquences inadmissibles, et sur la déclaration au Sénat de M. Chastenet disant : « L'intérêt de ces dispositions est trop évident et trop général pour qu'on n'en fasse l'application qu'aux sociétés nouvelles. Aussi convient-il de les déclarer rétroactives. Exception est faite toutefois en ce qui concerne la possibilité de modifier la forme ou l'objet de la société. Ces modifications sont trop graves pour permettre aux sociétés déjà existantes de les effectuer, mais il n'y a aucun inconvénient à les autoriser rétroactivement à faire toutes les autres », la plupart des auteurs (Wahl, Rousseau, etc.) accordent la rétroactivité pour l'article entier, sauf l'alinéa 3 concernant l'objet et la forme, et même M. Copper-Royer admet la rétroactivité de tout l'article (*Des sociétés anonymes*, t. II, n° 366). Mais étant donné que le législateur a parlé de l'alinéa 4 seul, l'unanimité n'a pu se faire et les sociétés, profitant de ce désaccord, agissent à leur guise.

leur apporter, on peut avancer que nous sommes sous le règne de la liberté et que toutes les sociétés françaises peuvent créer des privilèges de vote utilisables dans les assemblées extraordinaires.

Pour les assemblées constitutives elles aussi, il existe un texte formel, c'est l'article 27, § 2, de la loi du 24 juillet 1867 : « Néanmoins, dans les assemblées générales appelées à vérifier les apports, à nommer les premiers administrateurs et à vérifier la sincérité de la déclaration des fondateurs de la société, prescrite par le § 2 de l'article 24, tout actionnaire, quel que soit le nombre des actions dont il est porteur, peut prendre part aux délibérations avec le nombre de voix déterminé par les statuts, sans qu'il puisse être supérieur à dix. »

Il est clair que les avantages de vote peuvent jouer, puisque le législateur se réfère aux statuts, mais ces avantages il s'en méfie et il a stipulé que le nombre de voix ne pourra être supérieur à dix. Mais qui ne voit que cette protection dont il a cru faire bénéficier les petits actionnaires est illusoire ! En effet, non seulement existe la possibilité d'envoyer à l'assemblée un grand nombre de mandataires porteurs des pouvoirs des actions de vote, solution incommode sans doute cependant réalisable, mais encore, rien n'obligeant les statuts à prévoir les mêmes pouvoirs de vote pour les diverses assemblées et la pratique étant là pour montrer qu'ils prévoient souvent des pouvoirs différents

suivant les assemblées, il est facile de n'accorder dans les assemblées constitutives qu'une voix pour un grand nombre d'actions ordinaires. En accordant, par exemple, une voix pour 10 actions de vote et une voix pour 500 actions ordinaires, la loi est respectée et les actions à vote privilégié bénéficient largement de leur privilège.

On s'est demandé si les privilèges de vote devaient être considérés comme des avantages particuliers et comme tels soumis à la procédure de l'article 4 de la loi du 24 juillet 1867. Le fait que cet avantage n'est pas un avantage pécuniaire l'a fait nier par beaucoup d'auteurs (1). Mais les termes de la loi étant généraux et rien ne permettant de restreindre l'application de la loi aux seuls avantages pécuniaires, d'autres auteurs (2), et ce sont, en général, ceux qui ont étudié cette question depuis le développement de ces actions, prétendent qu'il faut considérer les avantages de vote comme des avantages particuliers. Bien entendu, seulement s'ils sont réservés à certaines personnes, ce qui est presque toujours le cas.

Il est à remarquer qu'en pratique on n'a jamais fait approuver ces privilèges et qu'il n'existe sur cette question aucune jurisprudence, pas plus d'ailleurs que sur

(1) Thaller et Pic, *op. cit.*, n° 939; Houpin et Bosvieux, *op. cit.*, n° 579; Arthuys, *op. cit.*, n° 346; Rousseau, *Traité des sociétés*, n° 1829; Hémar, *Traité des nullités de société*, p. 291.

(2) Amiaud, Solus, Danos, Schmuckkovitsch, Alexis.

la question du vote aux assemblées constitutives. C'est que ce sont plutôt des querelles d'écoles et qu'elles n'ont pas grande portée pratique. Pour s'en rendre compte, il n'y a qu'à voir quand sont créées les actions à droit de vote privilégié. Il n'y a que deux hypothèses : ou c'est à la constitution de la société, ou c'est en cours de fonctionnement.

Si c'est à la constitution de la société, les méthodes modernes de constitution enlèvent tout intérêt à ces questions. Autrefois, et c'est là le mode en vue duquel on a légiféré en 1867, on utilisait la méthode dite de constitution successive. Les fondateurs rédigeaient les statuts et ouvraient une souscription publique, et c'étaient ceux qui avaient répondu à leur appel qui, au cours des assemblées constitutives, approuvaient les apports et les avantages particuliers. Actuellement, on utilise la méthode dite de constitution simultanée. Les fondateurs forment un syndicat avec le secours d'une ou de plusieurs banques et souscrivent la totalité du capital. Ils sont obligés de tenir les assemblées prévues par la loi de 1867, mais ces assemblées sont de simples formalités. Les fondateurs y sont seuls sans aucun souscripteur étranger et aucune objection ne risque d'être soulevée au sujet des apports ou des avantages particuliers. On s'est mis d'accord là-dessus bien avant de tenir l'assemblée, et l'ordre du jour est adopté à l'unanimité. Il importe donc peu, dans ces conditions, de savoir comment l'on doit voter et si l'on doit comprendre

dans l'ordre du jour l'approbation des avantages de vote.

La loi de 1867 impose ces formalités de vérification des apports et d'approbation des avantages particuliers dans un but de protection de l'épargne publique ; mais avec cette méthode de constitution, ce n'est pas à la fondation de la société, mais au moment de l'introduction des titres en bourse que des précautions doivent être prises, et c'est dans ce sens qu'il convient, ainsi que nous le suggérerons dans notre conclusion, de modifier notre législation.

Si les privilèges de vote sont établis au cours de l'existence de la société, la question du vote dans les assemblées constitutives ne se pose pas, et quant à l'approbation du privilège, il faut remarquer qu'il n'a pu être institué que par décision d'une assemblée extraordinaire. Si dans cette assemblée l'opposition a eu le dessous, il semble peu probable qu'elle soit suffisamment forte pour empêcher leur ratification, étant donné que l'assemblée approbatrice réunirait les mêmes votants et avec des conditions de quorum et de majorité moins difficiles.

Il a été soutenu que si l'on voulait rester dans l'esprit du texte, il fallait que la création du privilège de vote soit approuvée par une assemblée composée de ceux qui en seraient privés. En effet, les conseils, en demandant la création des actions de vote, se font généralement accorder le droit de n'admettre que les

souscripteurs de leur choix (1), mais le conseil laisse souvent entendre que c'est là une clause de style et qu'en fait il acceptera presque tout le monde (2). En tout cas, les votants ignorent s'ils seront ou non au nombre des bénéficiaires du privilège; or, ceux qui doivent bénéficier d'un avantage ne doivent pas participer à son approbation.

Cela est parfaitement réalisable : il suffit que l'assemblée extraordinaire vote le principe des actions privilégiées. La souscription serait ouverte, mais sous condition. La liste des souscriptions agréées par le conseil étant dressée et la souscription étant close, tous les actionnaires non admis à souscrire se réuniraient et approuveraient ou annuleraient la création de ces actions.

On s'est appuyé pour arriver au même but sur le § 4 de l'article 34 du Code de commerce, ainsi conçu :

(1) Ils se font aussi accorder le plus souvent un droit de contrôle sur les cessions. Ce privilège, qui avec certains statuts, devient vraiment exorbitant, sera étudié avec les projets de réglementation.

(2) Société des Forces motrices de l'Ariège. Assemblée extraordinaire du 17 décembre 1928 :

UN ACTIONNAIRE : « Je voudrais également savoir où commence et où finit votre agrément. Il est bien évident que lorsque je vous demanderai cet agrément, vous me le refuserez. »

M. RECLUS. — « Non, je crois au contraire que nous vous le donnerons.

» Ceci n'est qu'une question de principe. L'application dans le présent comme dans l'avenir est laissée au gré du conseil. »

« Dans le cas où une décision de l'assemblée générale comporterait une modification des droits attachés à une catégorie d'actions, cette décision ne sera définitive qu'après avoir été ratifiée par une assemblée spéciale de la catégorie visée. »

Cette disposition a évidemment pour but d'empêcher une majorité d'altérer le pacte social au détriment de la minorité. Elle vise à protéger ceux dont la situation va être amoindrie. En exigeant leur consentement, elle espère empêcher que cet amoindrissement leur soit imposé par la masse de ceux qui en profitent.

En créant des actions à vote privilégié dont le conseil contrôle la souscription, l'assemblée a, en réalité, créé parmi les actionnaires deux catégories bien nettes et dont l'une est grandement avantagée par rapport à l'autre. Ce sont, d'une part, ceux dont la souscription sera acceptée par le conseil, et d'autre part, ceux dont la souscription sera refusée. Il est bien évident que seuls ces derniers font un sacrifice. Les actionnaires souscrivant aux actions à vote privilégié ne sont aucunement défavorisés par la création de ces actions; au contraire, leur situation dans la société se trouve singulièrement améliorée. Ce sont ceux dont la souscription a été refusée qui voient réduits leurs droits. Ils ont, en fait, été dépouillés de ceux de direction et de contrôle qu'ils possédaient précédemment. Il semble donc que pour être fidèle à l'esprit de protection qui a inspiré ce § 4, les actionnaires non admis à souscrire les

actions à vote privilégié doivent se réunir en assemblée spéciale et approuver la création de ces actions. On procéderait ici aussi par ouverture d'une souscription sous condition d'approbation par l'assemblée.

Malheureusement, si le conseil qui désire la création des actions de vote détient soit personnellement, soit par personnes étroitement liées, la majorité des actions, il lui est facile de tourner cette prescription. Mais quand, et c'est souvent le cas, surtout dans les sociétés anciennes et importantes dont les titres sont, comme l'on dit, « casés » dans le public, il n'en détient qu'une petite fraction, et que, pour entraîner le vote de l'assemblée, il a été obligé de dire, comme nous l'avons vu plus haut, qu'il serait très libéral dans l'acceptation des souscriptions; alors, la réunion d'une assemblée des souscripteurs évincés ne serait pas vaine. Sa possibilité obligerait le conseil à se montrer, par prudence, plus accommodant, et s'il réservait par trop les actions privilégiées à ses amis, elles pourraient être annulées.

Mais, nous le répétons, il faut, pour que le conseil ait quelque chose à craindre de ces assemblées, qu'il y ait hors de son contrôle un très grand nombre de titres et que les actionnaires s'y intéressent. Il est vrai que l'établissement de la liste de ceux admis à souscrire est de nature à diminuer le nombre des pouvoirs envoyés en blanc.

L'opinion suivant laquelle, si les actions à vote privilégié sont réservées à certaines personnes, leur création

doit être approuvée par ceux des anciens actionnaires qui n'en bénéficieront pas nous semble tout à fait conforme à l'esprit de protection des petits porteurs et de méfiance envers les privilèges qui anime notre législation. Mais nous sommes forcé de reconnaître qu'elle n'est guère conforme à la lettre des textes et que, d'autre part, ainsi que nous l'avons dit plus haut, ces assemblées approbatrices seraient rarement efficaces. En tout cas, jamais elles n'ont eu lieu.

Si donc, nous plaçant sur le terrain de la pratique, nous cherchons la situation des actions à vote privilégié dans notre législation, nous constatons que ces actions sont légales, que l'on peut s'en servir dans toutes les assemblées et que, rien n'empêchant de combiner les privilèges de vote avec d'autres avantages, les actionnaires qui n'ont pas le bonheur d'être au nombre des amis du conseil n'ont ni sécurité, ni sauvegarde. Les pouvoirs si étendus des sociétés permettent de leur imposer les conditions les plus draconiennes.

Tout ceci revient à dire que cette partie du droit des sociétés n'est pas réglementée et que la liberté, d'aucuns disent l'anarchie, et la spoliation y règnent. Pourtant, de nombreuses lois ont pour but de protéger les petits actionnaires. Il est interdit de les priver de tout droit de vote, on ne peut les empêcher de se grouper, etc., mais par la pratique des privilèges de vote, on annihile cette protection. Qu'importe, en effet, que l'on ne puisse les empêcher de voter s'ils « restent si pauvrement

investis du droit d'opiner que leur volonté ne saurait prévaloir dans les assemblées générales » (1), ni même avoir la plus petite influence et que leur vote étant quantité négligeable et de pure forme, il ne puisse leur être d'aucune utilité.

M. Malécot (2) dit bien : « Il reste évident que, bien qu'ils ne forment pas la majorité, les actionnaires B n'en conserveront pas moins le droit de manifester leur volonté à l'assemblée et d'y exprimer leurs desiderata. Si le vote de l'assemblée générale n'en tient pas compte, ils seront tout simplement des électeurs malheureux, comme il s'en trouve dans toute assemblée où les décisions sont prises seulement à la majorité des voix. » Mais le droit de manifester une volonté qui ne doit avoir aucune influence, ce n'est, en somme, que le droit de récriminer, c'est-à-dire bien peu de chose.

Si la minorité n'a aucun espoir de devenir un jour la majorité, si le résultat est acquis d'avance, alors à quoi bon procéder au vote ? A quoi servent les assemblées dans ces conditions ? Évidemment à rien, qu'à respecter la forme et à ne pas rendre brutalement sensible à l'actionnaire ordinaire l'infériorité de sa situation.

Il semble que les privilèges de vote enlèvent toute efficacité au système de protection mis sur pied par la loi de 1867 et les lois suivantes. Personne ne soutenant

(1) Caillaux, *La réforme des lois sur les sociétés*, *Le Capital*, numéro du 23 août 1928.

(2) Malécot, *op. cit.*, p. 48.

qu'il est devenu inutile de protéger l'épargne publique, bien au contraire, on ne peut que conclure que notre législation n'étant plus adoptée aux circonstances, sa modification est devenue nécessaire. Elle est d'ailleurs réclamée de tous côtés et il n'y a guère que ceux qui, à la faveur de la liberté actuelle, se livrent à des opérations d'une équité douteuse, mais leur rapportant de fabuleux profits, qui réclament le maintien du *statu quo*.

Mais s'il convient de réglementer les privilèges de vote, dans quel sens faut-il le faire? Doit-on prohiber ou tolérer ces privilèges et à quelles conditions?

C'est ce que l'étude de leurs effets va nous permettre de discerner.

II

EFFETS DES PRIVILÈGES DE VOTE

Ces effets résultent principalement de ce que, grâce à eux, la direction d'une société peut être réservée de façon certaine et durable aux détenteurs d'une faible portion du capital social.

Les privilèges de vote sont un moyen d'action et d'influence extrêmement efficace, et suivant le sens dans lequel on les utilisera et les personnalités qui les mettront en œuvre, ils auront les conséquences les plus différentes.

Il est difficile de dire si les facilités qu'ils donnent

sont des avantages ou des inconvénients. Tout cela dépend du point de vue auquel on se place, ce qui est un avantage pour l'un pouvant être un inconvénient pour l'autre. Nous nous contenterons donc, dans bien des cas, d'indiquer qu'employés de telle façon les privilèges de vote donnent tel résultat sans chercher à déterminer si ce résultat est désirable ou non. Nous ne prendrons parti ni pour l'extension des grandes entreprises, qui trouvent bien des facilités dans les privilèges de vote, ni pour la sauvegarde des petites entreprises, pour lesquelles ils sont précieux. La justification de notre préférence nous entraînerait bien trop loin du sujet de cette étude.

Le point de vue auquel nous nous poserons est celui de l'équité. Il nous semble que la souscription d'actions ordinaires est un contrat, et un contrat qui ne doit pas être à l'exclusif bénéfice des propriétaires d'actions de vote. Il doit procurer des avantages à chaque partie. Si les actionnaires à vote privilégié sont en fait les seuls avantagés par l'établissement de ces privilèges, si aucune contre-partie n'a été assurée aux actionnaires ordinaires, alors, à notre avis, il y a abus.

Les inconvénients des privilèges de vote résident dans ce genre d'abus et non dans le privilège de vote en lui-même. Ils sont permis par l'insuffisance de la législation. Ce ne sont pas les privilèges de vote qui sont mauvais, mais la façon dont ils sont appliqués. Ce que nous voudrions, c'est que l'établissement des privilèges

de vote ne soit pas à l'exclusif bénéfice de quelques-uns et que, si l'équilibre des droits qu'avait prévu le législateur est modifié, personne cependant ne puisse se considérer comme sacrifié.

Les privilèges de vote influent sur les rapports de la société avec les tiers et sur les rapports du conseil d'administration et des actionnaires, par conséquent sur les avantages que la société procure aux uns et aux autres.

A. — Rapports de la société avec les tiers.

1° Ils facilitent la concentration industrielle.

Grâce à eux, le jeu des filiales et des sous-filiales est grandement facilité. Il n'est plus besoin que la société mère détienne la majorité du capital, il suffit qu'elle détienne les actions à vote privilégié, qui dans l'état actuel des choses, peuvent ne représenter qu'une très faible partie du capital social. Ces filiales peuvent ainsi être extrêmement considérables sans qu'il soit nécessaire d'enfler considérablement le capital ni de la société mère (1), ni de la filiale, ce qui est, nous l'avons vu, un des écueils du système des filiales.

L'introduction en bourse des actions ordinaires procure de l'argent frais et l'ensemble se développant constamment grâce à ces apports devient de plus en

(1) D'autant moins que, ainsi que nous l'avons dit, l'action privilégiée étant nominative peut n'être libérée que du quart.

plus gigantesque. On voit ainsi des sociétés avoir 30 ou 40 filiales et même davantage. Ce sont des organismes immenses qui par leurs ramifications multiples peuvent aller partout et échappent à la plupart des crises qui frappent durement les entreprises de moindre surface.

Il est à remarquer que plus la société est importante, plus la chose est aisée. Une introduction en bourse réussit en effet d'autant mieux que la ou les sociétés qui la patronnent sont plus importantes, mieux connues du public, et que leur propre prospérité semble être un sûr garant de la propriété de la société nouvelle. C'est donc un système qui favorise les sociétés qui sont considérables et d'autant plus qu'elles le sont davantage. Les privilèges de vote utilisés de cette façon favorisent donc bien la concentration industrielle.

Rien n'empêche les entreprises de se réunir pour fonder des filiales. Elles se répartissent entre elles les actions à vote privilégié. On voit, par exemple, une société de charbonnages et une société d'industrie chimique fonder en commun une filiale ayant pour but la distillation de la houille. Les sociétés fondatrices possèdent les compétences techniques et la matière première, mais quelle que soit leur importance, les capitaux leur manquent peut-être pour entreprendre les immenses travaux que nécessite la nouvelle installation. Ces capitaux, on ne les leur prêterait qu'à des conditions onéreuses (1) et peut-être l'affaire est-elle aléatoire.

(1) Nous avons mentionné cette difficulté à se procurer des

Créer une filiale avec actions à vote privilégié est un moyen commode de se procurer les fonds et de faire courir le risque par d'autres, tout en conservant la majeure partie des avantages. Il arrive même parfois qu'on les conserve tous.

Il y a des sociétés, en effet, qui ne sont pas du tout constituées dans le but de réaliser des bénéfices, mais dans celui de rendre service à une autre société ou à un groupe de sociétés. C'est, par exemple, une banque créée dans le but déclaré de soutenir telle ou telle entreprise, ou comme, par exemple, la Société centrale des banques de province, certaines banques. C'est encore une société d'exploitation de tramways créée par une société productrice de courant. Si les dirigeants de cette dernière s'occupent d'exploitation de tramways, ce n'est pas pour cette exploitation en elle-même. Ce qu'ils voient dans cette société qu'ils ont créée, c'est un client à qui ils vendront de l'énergie électrique. Comme ils sont aussi, grâce aux privilèges de vote, les dirigeants de la société de tramways, rien ne les empêche de faire en sorte que le prix du courant absorbe tout le bénéfice que l'on peut normalement attendre de cette exploitation. Ainsi, ou cette exploitation est bonne et les bénéfices passent à la société mère sous forme d'achat de courant, ou l'exploitation est mauvaise, mais alors

fonds par voie d'emprunts quand nous avons traité des causes économiques de la création des actions à vote privilégié.

il n'y a que les porteurs d'actions ordinaires qui perdent de l'argent. C'est dans cet escamotage des bénéfices normaux et parfois même du capital qu'est le danger. Danger malheureusement trop réel. Sans doute, dans bien des cas, ceux qui ont introduit des titres en bourse et ont ainsi fait appel à l'épargne publique ont la pudeur de présenter des bilans bénéficiaires et de distribuer des dividendes, mais rien ne les y oblige et beaucoup ne le font pas (1).

(1) Un exemple typique est fourni par la Standard franco-américaine, société constituée en 1920 au capital de 10 millions, porté à 20 millions en 1921, 30 millions en 1923 et 60 millions en 1925, et sur laquelle *L'Illustration économique et financière* du 15 décembre 1928 a fait paraître un article qui disait entre autres choses :

« Le but principal de la société est de faciliter, dans les affaires de pétrole, la collaboration technique et financière de la Standard Oil of New-Jersey qu'elle représente, mais elle s'est bornée jusqu'ici à gérer un portefeuille d'affaires de pétrole ; elle possède des intérêts dans de grandes entreprises de production et dans les sociétés de transport, de distribution et de vente. Elle a acquis notamment des participations dans la Société Eco dont elle détient 20 p. 100 du capital, dans la Compagnie générale des pétroles, la Commerciale de produits pétrolifères, la Pétroléenne, la Compagnie française des pétroles, la Société auxiliaire de transport, l'American Petroleum Cy of Czechoslovaquie et la Standard Nobel of Pologne.

» Les résultats obtenus n'ont pas été jusqu'ici des plus satisfaisants eu égard au capital et l'entreprise n'a encore distribué aucun dividende.

» Cette affaire représente une force, mais il conviendrait de savoir si cette force peut être productrice pour les actionnaires, ou si, au contraire, elle ne peut servir qu'à défendre les intérêts

Les filiales mettent ainsi des capitaux à la disposition des sociétés mères dans des conditions de bon marché incomparables qui vont même jusqu'à la gratuité complète dans le cas de non-distribution de dividende.

La société mère non seulement évite les risques, mais encore en obtenant gratuitement la disposition des capitaux, elle économise l'intérêt qu'il lui aurait fallu verser si elle avait emprunté cet argent. Mais ce gain ne résulte que du dépouillement des actionnaires. Il est bien certain que quand on a fait appel à leurs souscriptions, la société ne leur a pas été présentée comme ne devant pas faire de bénéfices et les titres qu'on leur proposait comme ne devant rien leur rapporter pendant des années et des années. Le renom de la société mère, son importance, la connaissance des affaires de ses dirigeants leur ont fait, au contraire, espérer des profits importants.

Nous ne voyons aucun mal à ce que la filiale existe pour le plus grand avantage de la maison mère et

de la Standard Oil et des groupes qui la représentent en France. »

Il apparaît que la Standard fait courir à sa filiale les risques de la pénétration sur un marché difficile et s'est réservé tous les bénéfices de l'opération. A qui fera-t-on croire, en effet, que les dirigeants de la Standard dont l'habileté et la compétence sont unanimement reconnues, n'ont pu tirer aucun profit des millions dont ils disposaient. La seule hypothèse vraisemblable est que ces profits ont été accaparés par la société mère.

nous ne sommes ni surpris, ni froissé que ceux qui, croyant faire une brillante affaire, ont acheté des actions ordinaires d'une société ayant des privilèges de vote, voient leurs espoirs déçus, mais nous ne pouvons admettre qu'ils soient dépouillés.

Ils ont apporté leur argent, on doit leur donner quelque chose en échange, et si l'organisation du groupement (société mère et filiales) les empêche de bénéficier de l'activité totale de leur société, une rémunération minimum de leurs capitaux doit leur être assurée et nous estimons que la législation doit être telle que les propriétaires des actions ordinaires soient assurés de recevoir au moins une partie des gains qui sont acquis grâce à leurs capitaux.

2° C'est un moyen de contrôle.

De même qu'ils favorisent la création des filiales, les privilèges de vote favorisent les banques pour lesquelles ils sont un moyen de contrôle pratique. Nous avons déjà mentionné le rôle important que les banques jouent, en général, à la fondation des sociétés. La souscription de la totalité du capital social, sans appel au public, ne peut guère se faire, surtout pour les sociétés de quelque importance, qu'avec leur appui.

Mais les banques n'aiment guère immobiliser leurs capitaux et elles ont souscrit ces titres non pour les garder, mais pour, dans le plus bref délai possible, les

écouler sur le marché au cours avantageux auquel une publicité savante aura permis de les pousser.

La banque étant au nombre des fondateurs a, bien entendu, un siège au conseil. Elle n'entend pas que la vente de ses titres le lui fasse perdre, mais elle désire d'autant plus le conserver que la société qu'elle a contribué à créer lui apparaît comme une cliente qui doit passer par son intermédiaire pour toutes ses opérations financières. Une place au conseil lui donnera tout apaisement à cet égard. Pour se l'assurer, rien ne vaut la possession d'un paquet d'actions à vote privilégié. L'immobilisation d'un faible capital lui procurera un grand pouvoir de vote qui se traduira par un droit de regard sur la marche de l'affaire.

En fait, ces sociétés qu'elles créent sont pour les banques un peu comme des filiales et, inversement, une grande partie de l'activité des sociétés à nombreuses filiales est d'ordre bancaire. De puissantes firmes, comme la Royal Dutch, l'Allgemeine Elektrizitäts Gesellschaft (1) (A. E. G.) jouent en grande partie le rôle d'une banque d'affaire, et la seule différence entre une vraie banque et ces sociétés est que les dernières ont, en plus de leur activité bancaire, une exploitation industrielle ou commerciale qui justifie leur raison

(1) « Le détail des postes permet de se rendre compte que l'A. E. G. est réellement le banquier de ses filiales à qui elle avance ou dont elle reçoit des sommes très importantes. » *L'Information* du 6 avril 1929.

sociale, et encore ce critérium est-il bien incertain.

Les actions à vote privilégié ont encore leur utilité dans le cas où une affaire en mauvaise posture doit solliciter d'une banque un appui. Si la société a de la surface, la banque ne demande en général pas mieux, mais, et surtout si la société en difficulté a perdu une partie du capital social, elle est peu désireuse de donner à son appui la forme d'une souscription d'actions qui lui ferait courir les aléas de l'affaire, elle préfère rester créancière, mais elle entend surveiller ses capitaux. Il lui faut pour cela agir sur la direction. Les actions à vote privilégié sont un moyen commode.

Il y a longtemps que l'on a remarqué que les privilèges de vote sont surtout favorables aux banques, elles ne s'en cachent d'ailleurs pas ; c'est ainsi que plusieurs grandes banques allemandes (1) ont été amenées, par suite de la grande quantité d'actions à vote privilégié qu'elles détenaient, à créer un organisme spécialement chargé de les gérer (2).

Les banques cherchent à exercer sur les entreprises une influence aussi grande que possible sans en courir les aléas et en immobilisant un capital minimum. Les actions à vote privilégié correspondent exactement à ces desiderata, l'influence est considérable, le capital nécessaire minime et le risque faible, puisque, en cas

(1) Deutsch Bank, Disconto Gesellschaft, Dresdner Bank, Berliner Handelsgesellschaft.

(2) La Bank für Industriewerke Acktiens-gesellschaft.

de perte, elle est supportée au prorata du capital social détenu, c'est-à-dire en majeure partie par les propriétaires des actions ordinaires. On peut donc dire que du point de vue des banques, si les actions à vote privilégié n'existaient pas, il faudrait les inventer.

Elles aident aussi beaucoup à la création des trusts et des cartels et de toutes les ententes économiques. Lorsque plusieurs grosses entreprises décident de limiter la concurrence entre elles et s'entendent, par exemple, pour un prix minimum ou une production maximum, ou une entr'aide à l'étranger, etc., la création d'actions à vote privilégié et leur remise à l'organisme central est un des meilleurs moyens d'assurer la discipline intérieure du groupement.

La difficulté qu'il y a à lier fortement entre elles les diverses entreprises d'un cartel est justement un des points faibles de ce genre de groupement. Presque toujours, l'une ou l'autre des entreprises qui le composent, sous la poussée des appétits particuliers, transgresse, soit directement, soit indirectement, les conventions.

Les actions à vote privilégié, en plaçant les directions particulières sous la réelle dépendance du groupement assurent une unité d'action incomparable. Un des exemples les plus importants que l'on puisse citer de l'emploi de ce moyen est celui qui en a été fait par l'industrie chimique allemande lors de la création de l'Interessen Gemeinschaft Farben Industrie (1).

(1) L'Interessen Gemeinschaft Farben Industrie groupe les

3^e Les privilèges de vote sauvegardent l'indépendance
des sociétés qui les utilisent.

Lorsque deux affaires sont en lutte sur un marché, si celle qui se croit la plus forte veut éliminer la concurrente, deux méthodes s'offrent à elle.

Elle peut entamer une lutte de prix, c'est-à-dire baisser suffisamment les siens pour que sa rivale ne puisse plus fonctionner qu'à pertes. Si cette dernière ne veut pas voir fondre son capital, elle doit abandonner la partie. Mais si elle se croit capable de résister, elle peut répondre à la baisse par la baisse ; les deux entreprises travaillent alors à pertes.

Si l'une est vraiment supérieure à l'autre, elle finit par l'emporter, et, maîtresse du marché, elle récupère rapidement les frais de la lutte. Si, contrairement à l'estimation de ceux qui ont pris l'initiative des hostilités, les forces sont équilibrées, alors, en général, une entente intervient et les prix sont relevés avant l'épuisement des antagonistes. Cette méthode brutale d'écrasement de la concurrence est celle, par exemple, des premiers trusts américains, et on la voit souvent utilisée au cours des luttes pour l'obtention de la suprématie dans les chemins de fer et le pétrole.

L'autre moyen est l'achat de la société rivale. Il peut

principales firmes chimiques allemandes, notamment la Badische Anilin und Sodafabrik, la Friedrich Bayer et C^{ie}, la Griesheim Electron, l'Agfa, la Weiler-ter-Moer, etc.

s'effectuer de diverses façons. On peut acheter à la firme adverse ses installations et ses moyens d'action, voire même sa marque, et éliminer ainsi la concurrence (1).

On peut aussi devenir les maîtres d'une affaire en achetant ses actions. C'est ce que fit Ford, quand, ayant besoin d'un chemin de fer, il proposa à l'assemblée des actionnaires l'achat des titres (à un cours supérieur à celui coté en bourse, ce qui fit accepter sa proposition). Mais rien n'oblige à acheter tous les titres, et l'achat de la majorité des actions a été souvent pratiqué. Nous en avons déjà donné des exemples (2). De toutes les méthodes, celle-là est la plus économique ; en effet, la lutte des prix est ruineuse, et, au point de vue économie générale, c'est un grand gaspillage que de réduire son adversaire à s'arrêter. Des installations souvent importantes cessent d'être utilisées et les dépenses engagées sont perdues. C'est une méthode coûteuse que de construire des usines immenses d'une capacité de production supérieure aux possibilités d'absorption du marché pour qu'une partie en reste inutilisée.

Cette tactique d'achat en bourse de titres des sociétés rivales pour acquérir le contrôle de ces sociétés a un inconvénient ; elle pousse les cours, et la

(1) Ce procédé peut servir également pour l'obtention rapide d'une place importante sur un marché ; c'est ainsi que, récemment, la firme américaine d'automobile, Général Motors, a acheté l'importante marque allemande Opel.

(2) Achat de la firme Phœnix par Otto Wolff et des Chargeurs-Réunis par Dreyfus-Fabre.

capitalisation boursière se trouve ainsi souvent bien supérieure à la véritable valeur de l'affaire, mais à tout prendre, cela est encore la méthode la moins onéreuse. Il faut compter, en effet, que les hauts cours ne sont pas atteints dès le début et que les premiers achats ont été effectués à des cours plus avantageux (1), et cela d'autant plus qu'avec l'habitude si répandue des conseils de dissimuler la plus grosse part de leurs bénéfices, de sous-estimer leur actif et de distribuer de faibles dividendes, les cours sont souvent anormalement bas.

En outre, il est facile de peser, au moins pendant quelque temps, sur eux, en proclamant l'antagonisme existant entre les firmes, en faisant ressortir combien elles sont en concurrence et en laissant entendre qu'une lutte de prix va certainement être déclenchée. Il y a tant de nouvelles qui, sans être fausses, voire même en étant de la plus rigoureuse exactitude, sont cependant tendancieuses et peuvent être si profitables à ceux qui les répandent. On peut même aller jusqu'à amorcer la lutte des prix. Tout cela permet de rafler une bonne partie des titres flottant sur le marché avant le déclenchement du mouvement de hausse.

(1) Signalons que pour les titres cotés à terme le groupe acheteur peut spéculer à la hausse en toute sécurité. L'étranglement des vendeurs à découvert est relativement facile dans de pareils cas et les sommes touchées de ce chef peuvent être très importantes.

Naturellement, le groupe acheteur donne les plus grandes facilités aux baissiers et notamment utilise en reports le plus possible des titres qu'il achète. Il freine ainsi la hausse. Il peut aussi le faire, mais la manœuvre est délicate et demande un grand doigté par des ventes avec prime (1). Tous ces procédés permettent de maintenir relativement bas le cours du titre que l'on veut acheter, mais la hausse n'empêche pas forcément le procédé de rester le plus économique, car il suffit d'acheter la majorité des titres et, par conséquent, on est loin de verser pour acquérir le contrôle d'une affaire le montant de la capitalisation boursière. Même si, malgré tous les efforts faits pour maintenir le cours bas et le peu de titres achetés, on payait plus cher que ne le vaut l'affaire, tant que l'excès de prix reste inférieur au coût d'une lutte commerciale, ce procédé demeure le meilleur.

Aussi a-t-il été utilisé extrêmement fréquemment par les grands organismes économiques modernes, et cela d'autant plus qu'ils sont mal vus par une partie de l'opinion publique et que leur influence envahissante est fréquemment dénoncée. Grâce à ce procédé de con-

(1) Un exemple fameux de ce que peut donner ce procédé est l'écrasement du cours des « Crédit mobilier » par la Banque Rothschild, au moyen de ventes avec prime. Cette dernière banque avait acheté un gros paquet de titres et elle les revendit un grand nombre de fois encaissant, toujours la prime et décourageant complètement le parti haussier.

trôle de la société concurrente, ils laissent, au moins ostensiblement, subsister sa personnalité, et leur développement devenant occulte heurte moins ; ils évitent aussi les violentes attaques qu'une lutte de prix, et la hausse qui la suit nécessairement, déchaînent toujours.

Nombre de sociétés se sont trouvées ainsi annexées tout doucement, et un jour leurs dirigeants, qui n'avaient pas su discerner le danger, ou pas pu résister, ont été remplacés. Cette menace est une cause d'anxiété pour les administrateurs de sociétés et lorsqu'ils ne peuvent garder la majorité des actions, ils songent tout naturellement à s'en défendre par des actions à vote privilégié. Grâce à elles, ils ont pu se dessaisir de la majeure partie des actions sans risque, et même leurs concurrents ne songent plus à acheter les actions ordinaires puisqu'elles ne peuvent leur procurer la maîtrise de l'affaire. Nous voyons donc que les privilèges de vote, s'ils sont capables de favoriser les grosses sociétés, peuvent aussi aider les petites dans leur lutte pour l'indépendance. Il est vrai que, dans ce cas, elles ne font que ramener la compétition sur le terrain purement commercial et que, comme nous l'avons signalé, celle sur le terrain financier, qui n'amène aucun gaspillage de richesses matérielles, est, au point de vue de l'économie générale, moins dispendieuse. Mais sur le terrain commercial, les grosses entreprises sont beaucoup moins certaines de triompher ; les petites, plus proches de la

clientèle, peuvent être plus souples; d'ailleurs, l'éloge de ces petites entreprises n'est plus à faire, et c'est à cause de leurs qualités que bien des gens se félicitent de voir les privilèges de vote accroître leur sécurité.

La mainmise sur une firme peut avoir d'autres causes que le désir de juguler une concurrence gênante. Certaines sociétés : banques, houillères, etc., peuvent être pour d'autres une aide précieuse. Bien des charbonnages ont été ainsi acquis par des sociétés métallurgiques qui se sont contentées d'acheter de gros paquets de titres.

Un récent exemple de l'utilisation de cette méthode dans ce but nous est fourni par la tentative faite au printemps 1928 par M. Alfred Lœwenstein sur la Banque de Bruxelles. Les vastes opérations de ce financier et les difficultés de crédit auxquelles il se heurtait lui avaient rendu l'appui, et l'appui tout dévoué d'une grosse banque, absolument nécessaire. Il lui fallait acquérir le contrôle d'un établissement de premier plan. Il choisit la Banque de Bruxelles et se mit à acheter le plus de titres possibles; aussi l'action de cette banque, qui cotait 2.595 francs le 7 mars 1928, atteignait 3.975 fr. le 3 avril et 4.625 le 23 mai.

Le conseil de la banque, présidé par M. Despret, se rendit compte à temps du danger qui le menaçait (1) et

(1) D'autant mieux que comme membre du conseil de la « Compagnie internationale des wagons-lits », M. Despret avait une grande expérience de ce genre de luttes.

convoqua une assemblée extraordinaire pour créer des actions à vote privilégié. L'assemblée eut lieu quelques jours avant la mort de M. Lœwenstein, qui avait tenu à y assister et qui s'y était présenté avec un si grand nombre d'actions qu'il y fut scrutateur, mais ne put cependant empêcher la création demandée par le conseil et qui faisait avorter sa tentative.

Les actions à vote privilégié mettent les dirigeants à l'abri de semblables alertes (1), mais ce serait une erreur de croire qu'elles empêchent les mainmises sur des sociétés par achat de titres. Ceux à acheter ne sont plus les mêmes et voilà tout. Puisque la possession des actions à vote privilégié assure la direction, ce sont elles qu'il convient d'acquérir.

Les privilèges de vote empêchent tout juste de surprendre le conseil, mais s'il veut vendre son affaire, ils ne peuvent que l'aider. Déjà avant les privilèges de vote, les exemples ne manquaient pas de dirigeants vendant leurs actions par gros paquets et transférant ainsi leur influence dans la société à leurs acquéreurs qui les remplaçaient au conseil. En vendant quelques dizaines de milliers de titres, c'était en somme la société que l'on vendait, et quels que soient les avantages et les satisfactions que la direction d'une affaire procure, ce

(1) On n'ignore pas que le conseil du Crédit Lyonnais a fait créer des actions à vote privilégié par suite de l'appréhension que lui causaient les achats répétés de ses actions auxquels avait procédé la Banque Mendelsohn.

n'était en somme qu'une question d'accord sur le prix. Cet accord, pour la vente d'une influence prépondérante au sein d'une société anonyme, les privilèges de vote ne l'ont pas rendu impossible. Nous prétendons même qu'ils l'ont facilité, puisque dans bien des cas la prépondérance est plus certaine, le nombre de titres à transférer moindre et que le prix est toujours plus faible puisque l'on cède une bien moins grande partie du capital social. C'est pour cela que les privilèges de vote nous semblent une barrière bien illusoire contre la pénétration économique de l'étranger. Rien n'empêche un groupe étranger d'acheter aux Français qui les détiennent les actions à vote privilégié. Qui oserait affirmer que les sentiments patriotiques des administrateurs français sont tels qu'ils refuseront toujours et à n'importe quel prix de consentir à cette vente. D'autant plus que l'on vend à des étrangers des marchandises, des maisons, des propriétés de toutes sortes. Pourquoi, au nom de quels principes, ne pas leur vendre une installation industrielle, une organisation commerciale ou bancaire, que cette organisation soit ou non sous la forme anonyme?

On peut prétendre sans paradoxe que pour les très grosses affaires, celles représentant un capital immense et dont le conseil, par suite de cette immensité même, ne détient qu'une faible partie des actions, les privilèges de vote rendent l'acquisition par l'étranger bien plus aisée.

En l'absence de privilèges de vote, si le conseil vend ses titres, il peut n'être pas suivi par la majorité des porteurs de titres. Il y a bien des chances pour que, lorsque l'on connaîtra l'accord pour la vente des titres du conseil, un comité de défense se constitue auquel les actionnaires français remettront leurs pouvoirs, au lieu de continuer à les envoyer en blanc, et que, de cette façon, une nouvelle majorité se constitue rendant inopérante la cession effectuée. Il faut donc que le groupe étranger s'assure la majorité des actions et, par conséquent, procède à de gros achats en dehors du conseil.

Avec les actions à vote privilégié, rien de tel, leur vente par le conseil est pleinement efficace et les acquéreurs étrangers peuvent s'installer en toute sécurité et ne tenir aucun compte des protestations, peut-être unanimes, des actionnaires ordinaires. Tandis que les achats répétés nécessaires en cas d'absence de privilège de vote risquent d'alerter l'opinion publique, et, en fait, nous savons que lorsqu'il s'agit de grosses affaires c'est presque toujours le cas; les négociations avec le seul conseil, quand celui-ci dispose de privilèges de vote, ont beaucoup plus de chances de rester secrètes.

En outre, les actions à vote privilégié pourront être payées à des prix dont le public ne se fait pas encore une idée et qui, ainsi que nous allons le voir rendent iniques les conditions ordinairement mises à leur cession.

Supposons une société au capital de 250 millions en 500.000 actions ordinaires de 500 francs nominal. Pour simplifier, nous supposons qu'il n'y a pas de parts de fondateur. La société est prospère et les actions cotent en bourse 2.000 francs. La capitalisation boursière est donc de 1 milliard de franc. Supposons maintenant que les dirigeants font créer des actions à vote privilégié et qu'adoptant un rapport couramment utilisé, ils fassent porter le capital à 260 millions par création de 100.000 actions de 100 francs disposant de 5 voix chacune.

Voyons quelles modifications cette création aura apportées au point de vue des possibilités d'acquisition de la direction, en supposant que le conseil dispose de 100.000 titres anciens, ce qui est très considérable.

On peut raisonnablement penser que dans l'état primitif il aurait fallu déboursier, pour acquérir une suprématie certaine, de 700 à 800 millions; et pendant tout le temps nécessaire pour compléter, sans attirer l'attention, le bloc vendu par les dirigeants, l'affaire reste aléatoire. Jusqu'à la fin, on a à craindre une coalition des porteurs étrangers au conseil. Une tentative d'achat dans de telles conditions est donc très coûteuse et pleine de risques.

A partir du jour où les actions à vote plural existent, tout risque d'achat en vain et avec pertes disparaît; si, en effet, on s'entend avec le conseil et qu'on lui achète ses actions, on obtient sans discussion possible la pré-

pondérance; si on ne s'entend pas avec le conseil, on ne procède à aucun achat, ce qui fait que l'on n'engage des capitaux qu'à coup sûr. Reste l'importante question du prix. Les 10 millions de capital privilégié représentent, d'après le cours en bourse des actions ordinaires, une part de l'actif social sensiblement égale à 40 millions.

Reprenons le groupe désireux d'acquérir la suprématie que nous avons supposé il y a un instant. Il veut cette suprématie par suite des avantages qu'il espère tirer de la direction et nous avons vu que ces avantages peuvent aller jusqu'à l'utilisation de l'actif social à son bénéfice exclusif. Sans même envisager les facilités qu'il aurait pour faire passer dans ses propres caisses les grosses réserves, avouées ou occultes, qui justifient la capitalisation à 1 milliard, et les possibilités énormes de spéculation et d'influence qu'il acquiert, la disposition gratuite de l'immense actif social vaut, au bas mot, de 3 à 400 millions (1); c'est cette somme qu'il peut offrir au conseil, la somme offerte étant d'ailleurs d'autant plus élevée que le groupe acquéreur a l'intention de traiter plus durement les actionnaires ordinaires. 400 millions se trouvant plus facilement que 800, surtout

(1) A cette évaluation de 400 millions, chaque action à vote privilégié vaut 4.000 francs, soit deux fois le cours primitif des actions ordinaires. Comme la création des privilèges de vote n'a pu accroître la valeur de l'affaire, celles-ci ne devraient plus valoir que 1.200 francs.

s'il n'y a plus de risques, les privilèges de vote sont donc loin d'avoir éloigné les acquéreurs et il semble que la somme est suffisamment importante pour qu'on ne la refuse pas toujours.

On voit le bénéfice fait par les souscripteurs des actions privilégiées qui ont pu les payer, grâce à la libération du quart, moins de 3 millions. C'est cette possibilité de gain que la création des actions à vote privilégié a procuré aux administrateurs et elle vaut bien la peine de faire une campagne de presse et de supporter quelques critiques.

Il est à remarquer que si, lors de la création d'actions à vote privilégié, il est toujours accordé au conseil un droit de regard sur les cessions, qui, le plus généralement, ne peuvent se faire qu'avec son agrément, il est rare qu'une autre condition que l'agrément par le conseil soit imposée à l'acquéreur. Ce qu'a désiré le conseil est donc bien de pouvoir vendre à qui bon lui semble et n'éliminer par les statuts aucun surenchérisseur. Mais quand bien même, comme cela s'est fait quelquefois, sans doute pour accorder un semblant de satisfaction à l'opinion publique, il est stipulé que les propriétaires des actions à vote privilégié doivent être Français, cela nous semble une bien faible garantie contre la vente à des étrangers. Quelques hommes de paille suffisent à tourner cette prescription.

Ainsi donc, les privilèges de vote ne sont pas une sauvegarde contre la dénationalisation de l'industrie,

mais ils servent à assurer au conseil le bénéfice éventuel de la vente (1).

Nous sommes loin de prétendre que tous les conseils qui ont demandé la création des privilèges de vote l'ont fait dans le but de réaliser une vente fructueuse. Il est possible que beaucoup n'aient même pas envisagé cette possibilité. Ce qu'ils désiraient, c'était la certitude de conserver la direction. Nous avons cependant voulu montrer l'usage qu'il est possible de faire de ces privilèges et quelles conséquences ils peuvent avoir en notre absence actuelle de réglementation.

Si ces ventes sont encore rares, c'est en grande partie au peu de temps écoulé depuis la création des privilèges de vote qu'on le doit. Si les conseils demeurent, ni les hommes qui les composent, ni les propriétaires des actions à vote privilégié, ne sont infatigables ni immortels, et il faudra bien que des transferts aient lieu. Le temps, en nous révélant la véritable valeur de ces actions, permettra aux actionnaires de se rendre compte du cadeau que l'assemblée extraordinaire a fait à leurs dirigeants et dont l'importance, nous n'en doutons pas, surprendra beaucoup.

Il ne faut pas oublier aussi que si les Français peuvent se servir des privilèges de vote, leur usage n'est pas interdit aux étrangers. Non seulement des sociétés

(1) L'exemple des conseils de sociétés de Haute-Silésie offrant leurs actions à vote privilégié à un groupe français le prouve bien.

étrangères, dont le conseil est préservé par de semblables privilèges, peuvent répandre leurs actions extraordinaires chez nous, mais encore des étrangers peuvent fonder en France des sociétés anonymes suivant la législation française et, s'assurant la direction par des privilèges de vote, utiliser pour leur plus grand profit les capitaux des propriétaires français des actions ordinaires. Dans les deux cas, les privilèges de vote permettent à des étrangers de faire de gros profits au détriment de Français. L'exemple que nous avons étudié de la Standard franco-américaine montre que cette possibilité ne leur a pas échappé.

Nous concluons que l'existence des privilèges de vote est indifférente au point de vue de l'intérêt national. Tout dépendant des personnes qui en bénéficient, ce n'est pas en eux-mêmes et du seul fait de leur existence qu'ils lui sont favorables ou défavorables.

B. -- Rapports existants dans le cadre de la société.

La majorité dans les assemblées, que les privilèges de vote assurent au conseil, lui donne la certitude de rester longtemps en place, aussi longtemps qu'il le désirera, et, par suite, il a toute latitude pour entreprendre des travaux de longue haleine. Certain d'être le bénéficiaire de ses efforts, le conseil peut voir large et loin, il n'est plus obligé de faire, à contre-cœur peut-être et à cause de leur rendement immédiat, des opé-

rations sans envergure ni avenir. Assuré de garder le pouvoir, il peut prendre des mesures suscitant le mécontentement des actionnaires. Si cela peut être la source de graves abus, cela peut aussi présenter des avantages.

Les sociétés deviennent facilement routinières, des traditions se perpétuent. Excellente à l'origine, telle façon d'agir peut, par suite de l'évolution générale, devenir très mauvaise, mais, par habitude, continuer à être utilisée. Rompre avec les méthodes commerciales ou industrielles de la société, c'est provoquer certainement des protestations. Cette éventualité peut faire hésiter le conseil, surtout si le bénéfice ne doit se faire sentir qu'à la longue ou qu'une adaptation est nécessaire. C'est ainsi que des sociétés continuent à obéir à des principes surannés. Les privilèges de vote, en enlevant toute crainte au conseil, lui permettent de faire toutes les modifications qui lui conviennent.

Il a souvent été mis en avant que ces privilèges sont la sauvegarde des bons administrateurs qu'ils maintiennent en place pour le plus grand bien de la société. Que, leur donnant la certitude de ne pas être renversés par une majorité de hasard, ils leur permettaient de se consacrer entièrement à la bonne marche de l'affaire. Cela est vrai, mais les privilèges de vote maintiennent au pouvoir tous les administrateurs, et ce sont surtout les mauvais qui profitent de cette inamovibilité. Ceux dont l'œuvre est vraiment utile ont en elle un bon

avocat et il est rare que l'on se prive à la légère de leurs services. C'est une mesure de sauvegarde, au contraire, que de se débarrasser de ceux dont la gestion est préjudiciable. Voilà justement ce que ne permettent pas les privilèges de vote.

Nous adoptons sur ce point l'opinion de M. Caillaux, écrivant : « Laissant de côté les arguments secondaires dont use le savant professeur de droit (M. Truchy), je crois ne pas trahir sa pensée en énonçant qu'il soit favorable aux actions à vote plural parce qu'il y voit le moyen de protéger les compétences contre l'assaut des incompétences.

» Est-il assuré de ne pas, du même coup, protéger les incompétences contre les compétences? »

Il nous semble difficile de prétendre que la suppression de tout contrôle sur les administrateurs va accroître leur valeur moyenne; nous inclinerions plutôt à croire que la suppression de tout contrôle ne pourrait que diminuer leur zèle et favoriser la paresse et l'indolence. Si ce danger ne nous préoccupe guère, c'est que les propriétaires des actions à vote privilégié étant les principaux bénéficiaires de la bonne marche de leur société, l'intérêt personnel les stimulera suffisamment pour que les possibilités de production de la société ne soient pas négligées. Ce qui ne veut pas dire qu'elles seront utilisées pour le plus grand bien des actionnaires ordinaires.

Les privilèges de vote, en donnant au conseil une

indépendance totale, en l'affranchissant de tout contrôle, lui donnent, pour le bien comme pour le mal, un bien plus grand pouvoir. Malheureusement, c'est surtout pour le mal que l'on s'en est servi.

Dans les sociétés prospères et disposant de quelques réserves occultes capables de masquer les exercices creux, un conseil peut pratiquement gérer à sa guise et prendre telle mesure qui lui semble bonne, sans trop craindre une désapprobation. Seules les mesures spoliant très visiblement les actionnaires lui sont interdites (1). Les privilèges de vote ont rendu ces mesures aisées.

Deux modalités principales sont utilisées : ou les administrateurs font bénéficier des efforts de leur société une autre société — c'est le cas général des filiales — ou les administrateurs en touchent eux-mêmes, et sans l'interposition de tiers, les profits.

Les modalités sont innombrables. L'abus peut être plus ou moins caractérisé, l'habileté consistant justement à le camoufler le plus possible. Ces abus portent fréquemment sur le dividende et peuvent aller jusqu'à sa suppression complète. Les réserves peuvent être, elles aussi, un objet de convoitise pour le conseil.

Il est généralement admis que les réserves sont la propriété des actionnaires auxquels, dans certains cas

(1) Et encore n'est-ce qu'une question d'habileté. L'approbation de la création d'actions à vote privilégié effectuées dans de conditions parfois scandaleuses le prouve bien.

et suivant les statuts, viennent s'ajouter les porteurs de parts bénéficiaires, mais c'est une proie bien tentante pour les administrateurs. Il est évidemment très productif de faire passer aux réserves la majeure partie des bénéfices et de s'attribuer ensuite une grosse part de ces réserves.

Mais il y a mieux et ces réserves peuvent ne pas provenir des bénéfices faits par la société; ce peut être de l'argent directement versé par les actionnaires, des primes d'émissions par exemple. Se les approprier c'est, au sens littéral, faire passer de l'argent de la poche des actionnaires dans celle des administrateurs.

C'est surtout au moyen d'une augmentation de capital que la chose se fait. Le conseil ayant la majorité s'en réserve la souscription et décide qu'elle aura lieu au pair ou, en tout cas, avec une très faible prime. La part des réserves revenant aux nouveaux titres constitue le bénéfice de l'opération.

Le conseil peut aussi diviser l'augmentation de capital en deux tranches. L'une, la plus importante, émise au pair, lui est réservée. L'autre, émise avec une forte prime, est réservée aux actionnaires ordinaires (1). Les nouveaux titres sont introduits en Bourse et comme ils sont identiques, une seule cotation est établie. La

(1) C'est ce que fait le conseil de la Minière de M'Zaita qui, autorisé par l'assemblée extraordinaire du 30 janvier 1929, porte le capital de 28 à 50 millions par la création de 220.000 actions

grosseprime, payée par les actionnaires ordinaires, soutient les cours et permet au conseil d'écouler avec bénéfice son paquet. Nous ne mentionnons que pour mémoire les possibilités de spéculation du conseil qui, réglant les répartitions à sa guise, peut faire la hausse ou la baisse comme il veut.

Rien n'empêche le conseil de décider la création de parts bénéficiaires et de se les réserver entièrement, ou de mettre à leur souscription des conditions telles qu'elle soit pratiquement impossible.

On a vu aussi le propriétaire des actions à vote privilégié se faire attribuer une redevance sur les recettes brutes (1). Comme les actions privilégiées lui assurent la direction et que, par suite, c'est lui qui fixe les prix, il est à craindre que ces derniers tendent davantage à accroître les recettes brutes que les bénéfices.

Leur très grand nombre nous empêche d'énumérer ne fût-ce qu'une petite partie des abus possibles. Beaucoup de conseils tiennent à honneur de rétribuer

ordinaires nouvelles de 100 francs dont la souscription est répartie comme suit :

— 160.000 actions sont réservées *au pair* à l'Anglo South American Bank Co ;

— 20.000 actions sont souscrites à 500 francs par la Metallgesellschaft de Francfort ;

— 40.000 actions sont offertes à 575 francs aux actionnaires actuels et porteurs de parts.

(1) Forces hydro-électriques du Nahr-Ibrahim. Le propriétaire unique des actions à vote privilégié s'alloue 2 1/2 p. 100 des recettes brutes.

convenablement les capitaux que leur ont confiés les actionnaires ordinaires et les font participer à la prospérité de l'entreprise. Mais il est malheureusement vrai que seule leur honnêteté, à laquelle nous rendons hommage, les y oblige et qu'elle est l'unique sauvegarde des actionnaires ordinaires.

Si l'absence de réglementation permet ces abus, ce n'est pas, à beaucoup près, le seul usage possible des privilèges de vote, et des conséquences parfaitement honnêtes peuvent être tirées du fait qu'ils diminuent dans une société l'influence de ceux qui n'y apportent que de l'argent.

Le côté de cette question qui a été le plus rapidement mis en évidence est que ces privilèges permettent aux fondateurs d'une société d'en garder la direction, même après de nombreux appels à l'épargne publique et, par suite, la dispersion d'un très grand nombre de titres.

Ils permettent la conservation du caractère familial de nombreuses sociétés anonymes issues, comme la chose est courante actuellement, de sociétés en nom collectif ou même en commandite.

Notre système fiscal et notre législation sur les successions rendent très difficile la conservation d'une grosse affaire par un seul propriétaire ou même par une société en nom. Déjà avant la guerre les avantages successoraux des sociétés anonymes les avaient fait adopter dans bien des cas. Les impôts sur les revenus ont accentué le mouvement. Fréquemment, la forme

anonyme n'est qu'une façade et les titres sont tous, ou presque tous, dans la main des membres d'une même famille. Mais le développement du machinisme, les installations de plus en plus coûteuses nécessaires pour soutenir la concurrence ont amené beaucoup de ces sociétés à faire appel au public.

Si l'influence restait proportionnée au capital social détenu, la prépondérance pourrait échapper à la famille des fondateurs et les traditions, dont elle est si fière, disparaître. Grâce aux privilèges de vote, elle peut, quelle que soit l'importance du capital souscrit par les tiers, conserver la haute direction de l'entreprise, avec laquelle elle a plus de liens tout de même que ceux qui n'ont vu dans l'achat de ses titres qu'un bon placement.

Il nous semble absolument juste que lorsque, ainsi, des gens ont été pendant longtemps, et parfois héréditairement, à la tête d'une affaire et qu'ils ont fini par s'identifier en quelque sorte avec elle, ils ne risquent pas, parce qu'ils ont eu besoin de capitaux, de se voir déposséder de sa direction (1), surtout si ce besoin de capitaux a pour cause, non une mauvaise gestion, mais un légitime désir d'extension.

(1) Sans compter que leur maintien au pouvoir ne peut être qu'excellent au point de vue de l'honnêteté en affaires. Les vieilles traditions, dont on est fier, ne sont peut-être pas de la dernière habileté, mais elles présentent, en général, l'avantage d'être loyales. Ceux dont le nom est attaché à une entreprise risquent moins de faire de quasi-escroqueries que ceux qui voient dans la forme anonyme un manteau commode.

Les dirigeants de ces affaires veulent bien recevoir de l'argent, mais ils n'entendent pas que cet apport risque de leur faire perdre la direction. Sans les privilèges de vote, recourir largement au public serait périlleux et, par suite, l'extension de bien des affaires se trouverait limitée. Grâce à ces privilèges, on peut, sans crainte, attirer de grands capitaux. Mais si les privilèges de vote sont pour les dirigeants une garantie, il est juste que les souscripteurs des actions ordinaires, qui n'ont pas la sauvegarde d'une influence possible sur la direction, soient, eux aussi, protégés et qu'ils ne fassent pas un marché de dupes.

En diminuant l'influence de ceux qui apportent des capitaux, les privilèges de vote offrent, pour la constitution de sociétés, de grandes facilités à ceux qui sont pauvres d'argent, mais riches d'idées. C'est là une conséquence encore peu utilisée, mais qui, croyons-nous, peut être très utile.

Supposons un inventeur ne disposant que de capitaux insuffisants pour la mise en valeur de son invention. Sauf s'il trouve des prêteurs, ce qui est peu probable, il est dans la nécessité de s'associer. Quelle forme de société va-t-il adopter ?

La société en nom et la société en commandite présentent l'inconvénient de l'engager d'une façon illimitée et la limitation de la responsabilité est bien une tendance générale de notre époque. Cette tendance est, à bien des égards, fâcheuse, ainsi que le dit excellemment

M. Camier (1) : « Or, n'y a-t-il pas, du point de vue social et même moral, un véritable abus dans la manière dont la limitation de responsabilité est prodiguée ?

» C'est, en effet, un des principes les plus certains du droit et de la conscience que « quiconque s'oblige » oblige aussi le sien. » L'article 2092 du Code civil ne se fait l'écho sur ce point que du droit naturel. Et quant à la responsabilité des débiteurs, notre législation n'est même qu'un reflet très affaibli du droit romain, où la personne du débiteur et toute sa famille répondaient de l'exécution des obligations contractées, surtout depuis que la contrainte par corps a disparu de nos lois en matière civile.

» Sans doute on admet que la personne qui traite avec une société « à responsabilité limitée » (dans le sens large du mot) est censée avoir consenti à ne poursuivre l'exécution des engagements pris par la société que sur les biens de cette dernière et on légitime ainsi, dans une certaine mesure, les dispositions légales.

» Mais, en pratique, tous les abus ne sont-ils pas possibles dans une société où, à la différence des sociétés en commandite, personne ne risque ni sa fortune entière, ni son honneur ?

» Les exemples abondent dans toutes les mémoires de sociétés qui ont enrichi pendant des années leurs

(1) Camier, *Des restrictions conventionnelles à la transmissibilité des actions*, p. 118.

associés, mais en créant un passif dont personne n'était tenu et qui, finalement, est resté impayé. On pourrait d'ailleurs citer les noms de spéculateurs, méritant mieux le nom d'escrocs qui, successivement, après la mise en faillite de chacune des sociétés par eux fondées, en fondaient une nouvelle et se sont enrichis de bénéfices faits sans payer le passif » et qui conclut :

« Sans revenir au régime de l'anonymat officiel, les formes anonymes ou à responsabilité limitée ne pourraient-elles n'être ouvertes qu'aux sociétés ayant certains objets déterminés ?

» Hélas ! le droit des sociétés semble évoluer en sens diamétralement opposé, reléguant l'honneur et le crédit personnel au second plan dans ces associations ! N'est-il pas permis d'en exprimer le regret en terminant ? »

Le désir de limiter le risque est, croyons-nous, tellement général et répond trop bien à l'état économique actuel pour que l'avenir ne soit pas aux formes de sociétés présentant cet avantage. C'est pourquoi nous sommes persuadé que l'inventeur que nous avons supposé ne choisira ni la société en nom, ni la société en commandite.

La société à responsabilité limitée, elle, ne lui permet pas de faire appel aux capitaux du public, elle n'offre pas les avantages de la négociabilité et elle lui enlève la maîtrise absolue de l'affaire. Les bailleurs de fonds peu nombreux et importants en face desquels il se

trouvera entendent certainement contre-balancer, si ce n'est plus, son influence.

La société anonyme permet la limitation de la responsabilité, l'appel au public et la négociation des droits, mais sans les privilèges de vote, l'inventeur risque fort, en dépit des actions d'apport, de se voir éliminer de la direction, surtout au bout de quelque temps, lorsque, les difficultés de mise en route étant surmontées, l'usage pratique de l'invention sera devenu familier à un grand nombre de personnes. Si chacun parle au prorata du capital mis dans l'affaire, l'inventeur risque de se voir supplanté par ceux qui ont financé l'entreprise. Les exemples ne manquent pas d'idées géniales exploitées par d'autres que par ceux qui les avaient conçues, et qui sont même, parfois, complètement détournées de leur but primitif.

Les sociétés anonymes sans privilèges de vote, ce peut être la prépondérance du capital sur l'ingéniosité et le talent, et, par suite, comme on s'en plaint, le règne du banquier et du financier.

Les privilèges de vote, en diminuant l'importance de ceux qui détiennent les gros capitaux, peuvent être le soutien des personnalités de valeur, mais peu fortunées. Grâce à eux, elles échappent à la redoutable éventualité d'être écrasées par ceux qui détiennent la puissance financière et elles peuvent aborder la lutte des affaires dans des conditions favorables puisqu'elles ont leur responsabilité limitée, la direction assurée et

la possibilité de recourir à l'épargne publique. Aucune autre forme de société ne leur offre tous ces avantages.

C'est pourquoi nous croyons que les privilèges de vote, à cause de ces vastes possibilités d'emploi, et d'emploi parfaitement équitable si les actionnaires ordinaires sont protégés, doivent être maintenus.

Cependant, la différence entre une société anonyme sans privilèges de vote et une société avec privilèges nous semble trop considérable pour que l'on puisse continuer à considérer ces sociétés comme des formes, ne se différenciant que par des modalités accessoires d'un même contrat de société. Les droits des actionnaires dans les deux cas sont trop différents pour qu'il soit possible de les considérer comme étant du même genre.

Pour tout dire, nous croyons que la société avec privilèges de vote est un aspect des contrats de société constituant un genre à lui tout seul.

M. Danos nous semble l'avoir bien compris lorsqu'il écrivit : « Les raisons économiques qui motivent la création d'actions à vote plural sont souvent les mêmes que celles qui justifient la création des sociétés à responsabilité limitée.

» Dans la pratique, le plus souvent, une société comprenant des actions à vote plural apparaîtra comme une société à responsabilité limitée commanditée par actions.

» Les porteurs d'actions à vote plural constituent

une société à responsabilité limitée. Les actionnaires ordinaires viennent commanditer cette société. »

Et plus loin :

« Ainsi, l'évolution économique et l'évolution juridique seraient en parfaite harmonie. La société en nom, la commandite simple répondraient à des modes peu avancés d'organisation de la production. La société anonyme et la commandite par actions répondraient à des types d'organisation plus perfectionnés. La société à responsabilité limitée et la responsabilité limitée commanditée par actions viendraient couronner heureusement toute cette évolution. »

Mais il est impossible de laisser cette nouvelle forme de société s'établir en fait, suivre celles des règles établies pour les sociétés anonymes sans privilèges de vote qui lui conviennent et tourner les autres. Il faut lui donner un statut légal empêchant les abus actuels qui sont en train de la discréditer.

Nombreux sont ceux qui proposent des réformes (1). Ils essaient presque tous de maintenir la société avec privilèges de vote dans les cadres de la vieille société anonyme (dont elle diffère cependant si profondément).

Nous conserverons parmi les mesures qu'ils préconi-

(1) Le dernier projet publié, à notre connaissance, étant celui que la Ligue pour la réforme de la législation des sociétés a adopté dans sa séance du 7 mars 1929 et qui a été publié dans *L'Information* du 29 mars 1929.

sent celles qui nous sembleront convenir à la nature spéciale que nous attribuons à cette forme de société et qui nous parait résulter principalement de ce qu'elle se compose de deux catégories bien différentes d'actionnaires.

Il y a, d'une part, les actionnaires ordinaires qui, du fait qu'ils ont renoncé à toute influence sur la direction, n'ont pu vouloir, en achetant leurs titres, que faire un placement. Il convient donc de les mettre à l'abri des fantaisies du conseil et de leur donner le plus possible de cette sécurité qu'ils recherchent.

Il y a, d'autre part, les actionnaires à vote privilégié, qui ont voulu, non faire un placement, mais acquérir une influence, un pouvoir de direction, et qui, de ce fait, nous semblent être les associés dans tous les sens du mot. Puisqu'ils se sont réservés la direction, que la société est leur affaire et qu'ils peuvent lui donner l'impulsion qui leur convient, il est juste qu'ils en supportent les conséquences. Ce sont eux qui ont la direction; si elle est bonne, ils doivent en profiter largement; si elle est mauvaise, ce sont eux qui doivent surtout s'en ressentir.

C'est pourquoi nous pensons que la part dans les bénéfices et la contribution aux pertes doivent être plus élevées, proportionnellement au capital engagé, pour les actions à vote privilégié que pour les actions ordinaires.

La plupart des projets de réglementation tendent à

atténuer les différences que présentent les deux catégories d'actions, spécialement en limitant l'étendue du privilège de vote. Nous pensons que ces titres correspondent à des buts et à des goûts très différents, qu'il est vain d'essayer de satisfaire, et le désir d'un placement sans aléas et le goût de la direction grâce à des titres similaires. Nous croyons qu'il faut, au contraire, nettement les différencier, leur donner à chacun un caractère bien tranché, évitant toute équivoque et assurant à leurs porteurs respectifs les avantages qu'ils recherchent.

TROISIÈME PARTIE

Les projets de réglementation.

La solution la plus simple est évidemment la suppression complète de tout privilège de vote.

Personne cependant ne va aussi loin, et les solutions les plus restrictives admettent quelques dérogations.

Ainsi M. Caillaux (1) déclare : « Le gouvernement a déposé un projet de loi en la matière dont la disposition capitale consiste à limiter le nombre de voix qu'une action peut conférer.

» Cautère sur une jambe de bois !

» Une seule formule vaut : l'interdiction totale. Pouvoir serait simplement laissé au gouvernement *d'autoriser, le Conseil d'État dûment consulté*, l'émission d'actions à vote plural quand l'intérêt national l'exigerait impérieusement.

» Hors ces circonstances exceptionnelles, pas de différenciation entre associés !!

» Ni noblesse d'argent, ni manants du capital ! »

(1) Caillaux, *La réforme des lois sur les sociétés*, *Le Capital* du 23 août 1928.

La proposition de loi de M. Lesaché était dans le même sens (1).

« Par dérogation à l'article 34 du Code de commerce, lorsque des considérations d'intérêt national le justifient (2), un décret rendu sur la proposition du ministre du Commerce pourra autoriser la création d'une catégorie d'actions jouissant d'un vote plural. »

M. Brager de la Ville Moysan (3) veut, lui aussi, restreindre énormément l'usage de ces privilèges.

Nous ne pouvons accepter ces restrictions qui sont d'ailleurs critiquées par tout le reste de la doctrine comme difficilement applicables et peu justifiables.

Que les auteurs autorisent ou qu'ils restreignent l'établissement des privilèges de vote, une réglementation est toujours mise sur pied. Ces réglementations sont très diverses, toutes cependant s'efforcent de limiter le nombre de voix des actions à vote privilégié.

(1) Proposition Lesaché, article 2.

(2) « C'est ainsi que la première proposition Lesaché qui n'autorisait les actions à droit de vote privilégié que lorsqu'il s'agissait d'une exploitation touchant « l'intérêt national » se montrait en apparence sévère à l'excès, tout en étant au fond singulièrement imprécise et vague. Qu'entend-on, en effet, par exploitation touchant à l'intérêt national? » De la fabrique de munitions ou de matériel de guerre à l'usine métallurgique ou de produits chimiques, aux transports, à la banque, à l'alimentation, toutes les branches de l'activité d'un pays ne collaborent-elles pas, en temps de paix comme en période de guerre, à la prospérité ou à la défense d'un pays, et ne sont-elles pas, comme telles, d'intérêt national? Solus, *La réglementation des actions à droit de vote privilégié*, *La Semaine juridique*, 1^{er} décembre 1927, p. 1381.

(3) Proposition déposée au Sénat le 3 mars 1927.

Soit en fixant un maximum de voix à chacune de ces actions (1), soit en établissant un rapport entre les voix des actionnaires privilégiés et celles des actionnaires ordinaires (2), soit en combinant ces deux systèmes (3).

Cette réglementation ne peut nous convenir.

D'une part, elle va contre le but même de ce genre de société qui est de réserver absolument la direction aux détenteurs des actions à vote privilégié.

D'autre part, son but est de conserver une certaine importance au vote des actionnaires ordinaires et elle ne semble pas capable d'y parvenir. Du moment que ce vote est la minorité, qu'importe l'importance de cette minorité, sauf le cas de désaccord entre les propriétaires des actions à vote privilégié. Mais nous croyons dangereux de faire reposer les espoirs des actionnaires sur une éventualité aussi problématique.

Si l'on s'obstine à conserver une importance au vote des actionnaires ordinaires, c'est que l'on est habitué à considérer le droit de vote comme une garantie pour les actionnaires. On veut leur conserver cette garantie et surtout laisser à l'assemblée générale, sous prétexte que tous les actionnaires y ont droit de vote, les pouvoirs si étendus dont elle jouit actuellement.

(1) Laurent, Amiaud, Lesaché, projet de gouvernement déposé au Sénat le 18 mars 1927 par M. Bokanowski.

(2) Danos, Brager de la Ville Moysan, Dolbeau, Alexis.

(3) Projet de la ligne pour la réforme de la législation des sociétés, Tamboise, *La stabilité du contrôle dans les sociétés par actions*.

C'est le droit de vote qui, dans le système de la loi de 1867, est destiné à protéger les actionnaires contre les abus ou la mauvaise gestion des administrateurs.

Ceux-ci sont, aux termes de la loi des mandataires, nommés par l'assemblée des actionnaires. Cette assemblée peut les réélire, ainsi qu'elle le fait si souvent, mais elle peut aussi refuser d'approuver leurs comptes, ne pas leur accorder sa confiance et ne pas leur donner quitus de leur gestion.

Des précautions ont été prises pour que les résolutions votées dans ces assemblées soient bien l'expression de la volonté de la masse des propriétaires d'actions (1) et pour que chaque droit de vote ait une importance.

Il semble que l'esprit de la loi de 1867 est que le conseil se présente devant une assemblée parfaitement indépendante vis-à-vis de lui et au sein de laquelle n'existe aucune majorité préétablie, les votes devant être déterminés par les rapports du conseil et des commissaires.

(1) Défense d'empêcher l'union des petits porteurs. Interdiction aux membres de l'assemblée de s'engager à voter dans tel ou tel sens.

Sur ce point, arrêt du Tribunal de commerce de Lyon du 20 octobre 1902 : « Attendu qu'il est, en effet, interdit aux actionnaires d'aliéner leur liberté au profit d'un groupe, en s'engageant, pour un temps déterminé, à voter sur toutes les questions qui seront soumises aux assemblées, dans le sens qui aura été arrêté par la majorité au sein de ce groupe; que le vote de chaque actionnaire doit être personnel. »

Arrêt dans le même sens du Tribunal de commerce de la Seine du 9 décembre 1920.

Lorsque les choses se passent ainsi, le conseil n'étant pas assuré d'une majorité aux assemblées manque de stabilité et doit s'efforcer de plaire au plus grand nombre possible d'actionnaires. Ces derniers ont donc, dans l'exercice de leur droit de vote, une garantie sérieuse de leurs droits pécuniaires, et la pensée dominante de la loi de 1867, qui est le désir de voir dans les sociétés de capitaux la prépondérance appartenir aux détenteurs des capitaux, est respectée.

Sans doute il y a une minorité qui est obligée de s'incliner, mais cette minorité a l'espoir de devenir majorité. Des actionnaires peuvent changer d'avis et les titres peuvent changer de mains. Lorsque la société est très importante, il faut un effort énorme pour grouper la majeure partie du capital, et les mutations, ne fût-ce que par successions, risquent constamment de changer la majorité.

On peut aussi admettre qu'il n'y a que peu de chances pour que les détenteurs de la majorité du capital social prennent des mesures visiblement contraires à l'intérêt social.

C'est pour ces raisons que nous admettons dans les sociétés sans privilèges de vote, et les très grands pouvoirs des assemblées générales, et le fait que la minorité obligée de se soumettre n'ait pas d'autre protection que son droit de vote (1).

(1) Nous ne verrions cependant aucun inconvénient à ce que cette minorité jouisse de protections supplémentaires : la nomination d'un commissaire par exemple. « La nouvelle loi sur les

Mais dans les sociétés avec vote privilégié, ces raisons disparaissent. Le conseil est assuré de la majorité. La seule institution du vote privilégié montre qu'il existe un groupe qui entend garder la direction de la société.

Grâce au vote privilégié, la majorité peut être obtenue avec un capital relativement faible; aussi ce capital peut-il être conservé facilement dans un petit nombre de mains et, par suite, il y a peu d'espoir de voir changer la majorité.

Le capital privilégié n'étant qu'une petite fraction du capital social, on ne peut plus être aussi sûr que les résolutions adoptées tendront à favoriser l'intérêt social.

En pratique, le capital privilégié étant à la dévotion du conseil, celui-ci n'est aucunement contrôlé par les assemblées et les votes deviennent de simples formalités. Le jeu de la loi de 1867 est faussé et les administrateurs, loin d'être nommés par les actionnaires, d'être leurs mandataires, s'imposent à eux. Et cela même s'ils déplaisent à la majorité des actionnaires.

Nous ne voyons pas quelle garantie le droit de vote apporte à la minorité, puisque, grâce au vote privilégié, la majorité doit rester perpétuellement entre les mêmes mains. Sans doute, la minorité proteste, mais on ne peut pas dire qu'elle influe sur les décisions de la majorité et ses protestations restent vaines.

Conserver aux assemblées, dans les sociétés avec

sociétés qui vient d'être adoptée en Hollande accorde aux minorités un droit d'investigation dans les affaires sociales. » *Agence économique et financière* du 9 juillet 1928.

privilèges de vote, les attributions que le législateur a accordé à ces assemblées, à une époque où l'on était loin de prévoir les conséquences des privilèges de vote, nous semble dangereux. Conserver ces attributions et n'offrir, comme garantie, aux actionnaires ordinaires qu'un droit de vote dépourvu de toute efficacité nous semble une dérision.

Ce terme n'est pas trop fort si l'on pense à quel point est vicié, dans ce cas, tout le système de protection basé sur le droit de vote aux assemblées.

C'est ainsi, par exemple, que les commissaires aux comptes étant nommés par les assemblées le sont, en réalité, par le conseil. Nul ne contestera que la raison d'être de ces commissaires est la défense des intérêts des actionnaires contre les abus possibles du conseil. Le système que nous critiquons aboutit à les faire nommer par ceux-là mêmes qu'ils devraient contrôler et, au besoin, malgré l'opposition de ceux qu'ils devraient défendre.

De même, les administrateurs se donnent mutuellement quitus de leur gestion.

Un résultat si choquant est cependant fatal si on se contente de limiter le droit de vote privilégié sans modifier les attributions des assemblées.

Et, d'ailleurs, à quel taux limiter le privilège de vote? Les auteurs sont en désaccord à ce sujet. Les uns veulent qu'à nominal égal les actions privilégiées jouissent de trois fois plus de voix que les actions

ordinaires, d'autres (dont le gouvernement) désirent cinq fois plus, d'autres enfin dix fois plus. Tout cela est empirique, car l'on n'a pu découvrir aucun critérium en la matière.

Il nous semble que ce taux importe peu, le groupe détenteur des actions privilégiées devant avoir, quel qu'il soit, une majorité certaine et constante. Il y aura toute une partie, et probablement la plus importante, du capital social dont le droit de vote n'aura aucune efficacité.

La fixation d'un maximum ou privilège de vote ne permet donc pas de conserver au vote des actions ordinaires son caractère de sauvegarde. C'est pourquoi nous croyons que c'est à d'autres moyens qu'il faut avoir recours pour donner aux propriétaires de ces actions les garanties et la protection auxquelles ils ont droit.

Une autre mesure est réclamée unanimement, c'est la publicité des privilèges de vote. Nous sommes persuadé de sa nécessité.

M. Boucart, M. Laurent, dans son premier projet, et la Ligue pour la réforme de la législation des sociétés sont partisans de la limitation de la durée du privilège de vote. La plupart des auteurs ne la réclament pas. Persuadé que ces sociétés constituent une forme spéciale caractérisée justement par ces privilèges, nous pensons qu'ils doivent durer aussi longtemps que cette forme est conservée. Leur disparition doit donc dépendre, non du temps, mais du vote d'une assemblée extraordinaire modificatrice de la forme de la société.

MM. Amiaud, Danos, le projet du gouvernement et celui de la Ligue pour la réforme de la législation des sociétés veulent autoriser l'usage des privilèges de vote dans les assemblées extraordinaires. Par suite de l'importance de ces assemblées, cette solution est assez critiquée. Ne réunissant jamais les deux catégories d'actionnaires, nous n'avons pas à résoudre ce problème.

La nominativité est réclamée d'une façon générale. M. Danos la déclare inutile. Nous en sommes cependant partisan.

Quelques projets de réglementation (1) et de nombreux articles de presse ont demandé que les actions à vote privilégié ne puissent appartenir qu'à des Français. Sans compter qu'une pareille prescription est facile à tourner, elle ne nous semble logique que si l'on considère que les propriétaires de ces actions jouissent de très grands avantages et qu'il convient d'en réserver le bénéfice à nos compatriotes. Une réglementation des privilèges de vote tendant justement à empêcher ce qu'ils peuvent avoir d'excessif sous le régime de liberté actuel, cette restriction ne se conçoit plus, surtout si l'on considère que les étrangers peuvent, en France, pratiquer toutes sortes de commerces ou d'industries et devenir propriétaires (2).

(1) Ligue pour la réforme de la législation sur les sociétés. Proposition Lesaché.

(2) « D'autre part, on ne peut nier que par suite, soit de l'in-

Le projet de la Ligue pour la réforme de la législation des sociétés vise, dans son article 7, à réglementer la transmissibilité des actions à droit de vote privilégié. Il nous semble qu'il convient de laisser ce soin aux statuts (1).

Les propriétaires des actions à vote privilégié sont, en général, les fondateurs, les administrateurs ou de gros actionnaires. Il y a toutes les chances pour qu'ils étudient les statuts s'ils ne participent pas à leur rédaction. Les surprises sont donc peu à craindre.

Cette liberté laissée aux statuts a cependant des bornes. L'action à vote privilégié doit rester une action. Il faut pour cela que l'actionnaire puisse la céder quand

terdépendance économique des nations, soit des facilités de communications, soit du développement intensif de l'activité industrielle sous forme de phénomènes de concentration et d'intégration, le personnel de nombreuses entreprises soit loin d'avoir conservé une composition strictement nationale; il n'est pas chose rare de rencontrer une société française dont le personnel dirigeant n'est pas exclusivement français, mais de trouver au contraire, au sein du conseil, quelques sièges légitimement occupés par des étrangers. » (Albert Tamboise, *La stabilité du contrôle dans les sociétés par actions*, p. 308).

(1) « Remarquons, du reste, qu'il n'en demeure pas moins loisible aux statuts de stipuler cette condition; il est souhaitable même de la rencontrer fréquemment; appliquée aux actions à vote privilégié, elle constitue un excellent procédé de préservation nationale, c'est incontestable; il importe seulement que son emploi ne soit pas obligatoire, parce que les avantages, résultant d'une obligation légale dans ce sens, ne compenseraient pas les inconvénients pouvant en découler. » (Tamboise, *La stabilité du contrôle dans les sociétés par actions*, p. 309).

bon lui semble (1). La société ne peut donc se borner à ne pas agréer l'acheteur présenté. Il faut que le jeu d'une clause de préemption débarrasse l'actionnaire de son titre et pour que cette clause ne soit pas illusoire, il est nécessaire que le prix soit fixé par une base impartiale.

M. Alexis (2) demande, dans son projet de réglementation, qu'un dividende minimum cumulatif soit servi aux actionnaires ordinaires et que son non-paiement pendant trois années consécutives amène la suppression du privilège de vote. Nous adoptons, à une légère modification près, ces dispositions.

La sous-commission italienne étudiant la réforme du Code de commerce a préconisé, dans son projet de 1925 (3), l'attribution d'un dividende cumulatif aux actions de moindre votation qu'elle propose de créer (4).

(1) V. Camier, *Des restrictions conventionnelles à la transmissibilité des actions*, p. 117.

(2) Alexis, *Les privilèges de vote dans les sociétés anonymes*, p. 104.

(3) *Annales de droit commercial*, janvier-mars 1927.

(4) M. Escarra, *A propos des actions à droit de vote privilégié* (*Annales de droit commercial*, janvier-mars 1927, p. 30), critique ce projet en disant :

« On ne voit pas en quoi le fait de mettre face à face des actions munies de voix et d'autres qui en sont privées constitue un progrès sur la formule consistant à opposer des actions munies de plusieurs voix à d'autres qui n'en ont qu'une. »

Mais il nous semble que, sur ce point, le projet de la sous-

Le projet de cette sous-commission est inspiré d'un esprit très différent de notre essai de réglementation. La sous-commission « s'est demandée si le vote plural ne facilitait pas trop l'inféodation des sociétés anonymes à des groupes financiers restreints » (1).

Elle a visé à la création d'un titre « qui puisse bien servir d'emploi à l'épargne fractionnée des particuliers, mais ne puisse être l'objet d'accaparement au moyen de manœuvres de siège » (2). Remarquant qu'il y a beaucoup de gens qui ne se soucient guère de fréquenter les assemblées et qui sont « actionnaires avec la mentalité d'obligataires », elle a créé des actions n'ayant le droit de vote que dans les assemblées extraordinaires appelées à délibérer sur certaines questions d'une exceptionnelle importance (prorogation de la société, changement d'objet, changement de forme, transfert du siège social à l'étranger, réduction du capital, sa reconstitution par l'émission de nouvelles actions, dissolution volontaire anticipée) (3).

Ces actions ont, en compensation des pouvoirs de directions dont elles sont privées, des droits pécuniaires ; dividende cumulatif et priorité de remboursement.

commission italienne ne change rien, il ne fait que proclamer ouvertement l'annihilation du droit de vote des actions ordinaires, annihilation qui est, d'ores et déjà, un fait de pratique courante. Le progrès est d'accorder à ces actions un intérêt préférentiel.

(1) *Annales de droit commercial*, janvier-mars 1927, p. 27.

(2) *Ibid.*, p. 28.

(3) Article 170 du projet.

La sous-commission, dans son rapport, conclut (p. 81) :
« On obtient donc par ce système tous les résultats que recherchent les partisans des actions à vote plural et, en même temps, on a l'avantage de mettre entre les mains de ceux que l'on désire exclure de toute immixtion dans l'administration de la société un titre sincère qui se fait reconnaître pour ce qu'il est et qui ne peut créer des embûches ni servir à des manœuvres de siège. »

Nous ne nous sommes efforcé ni d'assurer aux dirigeants de société une position inébranlable, ni de combattre les consortiums. Nous sommes loin de méconnaître les avantages que présente la stabilité de la direction et nous sommes persuadé qu'un très grand nombre de personnes n'ont ni le goût, ni les aptitudes nécessaires pour jouer un rôle personnel. Nous croyons donc qu'il convient de mettre à leur disposition un titre qui, tout en ne permettant pas de modifier la direction, offre des avantages certains et des garanties efficaces.

La spoliation des petits porteurs par des majorités avides ou par des administrateurs peu scrupuleux étant un fait malheureusement trop fréquent, nous nous sommes demandé comment les protéger.

Le premier abus, puisqu'il coïncide avec l'entrée dans la société, est la tromperie sur les droits et les garanties *réels* qu'offre l'action que l'on veut écouler sur le marché; nous avons voulu, nous aussi, un titre sincère qui se fasse reconnaître pour ce qu'il est.

Nous avons voulu des garanties bien réelles. Étant convaincu, pour les raisons que nous avons expliqué plus haut, que le vote simultané avec des actions à vote privilégié était pour les actions ordinaires un droit dépourvu d'efficacité qui ne pouvait qu'illusionner les acheteurs, nous l'avons abandonné.

Nous nous sommes efforcé de donner aux actions ordinaires des droits pécuniaires certains et nous avons essayé de les consolider par des garanties difficilement éludables permettant de résister efficacement aux tentatives possibles des dirigeants. Nous avons abouti ainsi à des solutions, sur certains points, très voisines de celles préconisées par la sous-commission italienne.

Nous avons été frappé de ce que, dans l'état actuel des choses, certains actionnaires pouvaient, et très légalement, être absolument dépouillés.

Nous avons voulu leur garantir un minimum. Nous savons que notre réglementation permet encore (mais dans une mesure moins grande, croyons-nous) de les désavantager et nous pourrions nous-même indiquer plusieurs méthodes (1). Nous n'avons pu trouver un remède simple et, tout en regrettant notre impuissance, nous nous sommes résigné à laisser ces possibilités d'abus, préférant cette solution imparfaite à une régle-

(1) « Il en sera, en effet, des actions à droit de vote privilégié, même sagement réglementées, comme de toutes les institutions juridiques et spécialement des sociétés elles-mêmes. Elles portent en elles le bien et le mal. La loi, si bien conçue et prévoyante

mentation tracassière et pointilleuse, imperfection aussi grave dans un autre sens.

Nous n'avons pas voulu oublier que nous sommes en matière commerciale. En cette matière, où s'il est vrai qu'un mauvais arrangement vaut mieux qu'un bon procès, la possibilité d'un abus minime est, à tout pendre, préférable à une réglementation paralysante.

Notre espoir est d'indiquer une méthode permettant de s'opposer efficacement aux abus criants tout en restant de fonctionnement simple.

soit-elle, ne peut être considérée comme un abri invulnérable. » Solus, *La réglementation des actions à droit de vote privilégié*, *Semaine juridique*, 1^{er} décembre 1927, p. 1382.

QUATRIÈME PARTIE

Essai d'une réglementation nouvelle.

Nous considérons que les sociétés ayant adopté les privilèges de vote constituent un groupe particulier, jouissant d'une forme spéciale, et que cette forme doit être signalée au public. Une société avec privilèges de vote ne doit plus pouvoir être confondue avec une société n'en ayant pas.

Ce ne sont pas les personnes traitant commercialement avec la société qu'il y a le plus d'intérêt à prévenir, car, vis-à-vis d'elles, la société avec privilèges de vote se comporte comme une société anonyme ordinaire, mais celles qui achètent de ses titres. Nous pensons donc que toutes les fois qu'un titre d'une de ces sociétés est mentionné, soit pour indiquer son cours, soit pour toute autre cause, on doit indiquer que ce titre est celui d'une société avec privilèges de vote, et de quelle catégorie il est.

Cette forme spéciale doit pouvoir être adoptée quelle que soit l'importance de la société ou son objet. Nous avons déjà indiqué pourquoi nous n'estimons pas nécessaire de réserver les actions à vote privilégié aux

nationaux français; nous pensons donc que tout le monde doit pouvoir profiter de cette forme de société.

Nous croyons que pour l'administration de la société il doit être tenu largement compte de l'intention des parties.

Les acheteurs d'actions ordinaires acceptent de ne pas se mêler de la direction. Ils ne réclament aucune influence sur le conseil. Ils sont d'ailleurs, en général, incapables d'apprécier sa gestion autrement que par les dividendes qu'ils perçoivent et la plus-value de leurs titres. Combien y a-t-il d'actionnaires capables de lire un bilan, et les conseils ne s'efforcent-ils pas de rendre les bilans aussi obscurs que possible? En fait, le droit de contrôle des actionnaires est le plus souvent une fiction et le grand nombre des abstentions montre que beaucoup d'actionnaires, ou s'en rendent compte, ou se désintéressent de la direction.

Les actionnaires à vote privilégié, eux, ont formellement entendu diriger la société, et pour les sociétés nouvelles, dans lesquelles les privilèges de vote ont été créés à l'origine de la société ou, au moins, avant l'introduction des titres sur le marché, les souscripteurs des actions ordinaires n'ignoraient pas cette volonté.

Nous pensons, en conséquence, que l'assemblée des actionnaires à vote privilégié (que nous appellerons actionnaires dirigeants) doit détenir tous les pouvoirs de direction. C'est elle qui doit nommer les administra-

teurs, approuver les comptes et prendre toutes les décisions utiles.

Nous ne nous dissimulons pas que c'est là une prérogative importante. Elle doit avoir une contre-partie. Nous estimons, en effet, que les actionnaires ayant tous apporté des fonds à la société, doivent tous en recevoir des avantages, et que ces avantages doivent être proportionnés aux capitaux apportés. Les titres représentant une même portion du capital social doivent avoir, à l'origine de la société, des droits équivalents. Équivalents, ce qui ne veut pas dire identiques. Mais s'ils peuvent être différents (afin d'attirer des souscripteurs de goûts divers), l'estimation de ces droits au moment de la souscription, et compte tenu des risques inhérents à toute entreprise, doit donner des résultats de même ordre. C'est le tempérament et le but du souscripteur qui doivent guider son choix et non une différence dans la valeur intrinsèque des titres.

Si donc le grand avantage de diriger l'affaire est attribué à certains actionnaires, il faut que les autres actionnaires reçoivent un ou des avantages capables de compenser celui-là. Cette compensation nous semble devoir être d'ordre pécuniaire et nous voudrions qu'elle consiste en une garantie de dividende et de capital.

Nous envisageons donc la répartition suivante des bénéfices. Tout d'abord, versement par priorité d'un intérêt statutaire aux actionnaires ordinaires. Le

taux de cet intérêt sera, avons-nous dit, fixé par les statuts; il pourra être fixe ou mobile, mais il ne pourra être inférieur, s'il est fixe, à 4 p. 100, s'il est mobile, au taux d'escompte de la Banque de France.

Pour que cette garantie ne soit pas illusoire, cet intérêt statutaire devra être cumulatif. Nous proposons en outre que si l'arriéré non payé d'intérêts cumulatifs atteint trois fois l'intérêt annuel, les privilèges de vote soient supprimés (1). Ils n'ont pas pour but de conserver indéfiniment la gestion entre des mains inhabiles. La société deviendra alors une société anonyme ordinaire et les pouvoirs seront exercés par une assemblée de tous les actionnaires dans laquelle chacun parlera au prorata du capital qu'il détiendra.

Si les bénéfices le permettent, le même intérêt statutaire cumulatif sera versé aux actionnaires dirigeants.

Sur les bénéfices restant après ces deux distributions, le conseil prélèvera ses tantièmes et le surplus sera réparti entre les actionnaires des deux catégories.

Comme les actions dirigeantes doivent, ainsi que nous l'avons expliqué, participer largement aux résultats de la gestion, il nous semble juste qu'elles touchent, de ce surplus, une fraction bien plus grande que la fraction du capital social qu'elles représentent (2).

(1) M. Alexis voudrait les supprimer si le dividende reste impayé trois années consécutives. Sa mise en paiement tous les trois ans permettrait de tourner cette prescription.

(2) C'est, en général, la solution contraire qui est adoptée, les

Par exemple, la moitié des superbénéfices aux actions dirigeantes, celles-ci représentant un cinquième du capital, ce qui ferait que pour chaque franc de superdividende revenant à une action ordinaire, une action dirigeante toucherait 4 francs.

A la dissolution, les actions ordinaires seront remboursées par priorité. Pour donner quelque valeur à cette garantie, nous proposons que les actions dirigeantes représentent au moins une fraction minimum du capital social, un cinquième nous semble un bon rapport. Si les pertes atteignent le montant du capital à vote privilégié, un dixième des actionnaires ordinaires pourront demander la réunion d'une assemblée des actionnaires ordinaires à l'effet de décider si le privilège de vote doit être maintenu.

Nous voulons que les actions dirigeantes soient nominatives et que le public puisse facilement obtenir communication de la liste de leurs propriétaires avec indication des quantités possédées. Les actionnaires ordinaires sauront ainsi entre quelles mains ils ont confié leur argent.

actions à vote privilégié ayant un superdividende inférieur à celui des actions ordinaires. Nous pouvons cependant citer des sociétés ayant adopté cette méthode. C'est ainsi que les « Ciments Portland de l'Afrique du Nord » donnent 9 fr. 60 aux actions dirigeantes pour 1 franc aux ordinaires, et les « Produits chimiques de France » 6 fr. 30 contre 1 franc. Agir autrement, c'est inciter les actionnaires dirigeants à user de moyens détournés pour participer aux bénéfices.

Comme très probablement la constitution de la société aura eu lieu sans appel au public, nous pensons que cet appel ne devra pas être possible avant un contrôle sérieux (de la comptabilité et des apports) exercé par un corps spécial d'experts.

La création des privilèges de vote après appel au public ne nous plait guère. L'article 31 de la loi de 1867 permettant les changements de forme, nous n'osons cependant pas les prohiber, mais nous demandons que les conditions de quorum et de majorité prévues dans ce cas soient observées, et que, si le cours en bourse de l'action est supérieur à sa valeur nominale, ce soit lui qui serve de base pour le calcul de l'intérêt statutaire et le remboursement par priorité. Ceci nous semble une garantie minimum; nous préférerions cependant la prohibition absolue.

Si nous voulons que les actions dirigeantes aient tous les pouvoirs de direction, nous n'entendons pas pour cela leur laisser la faculté d'écraser les actionnaires ordinaires. Si ceux-ci ne peuvent prendre aucune initiative, leur assentiment sera cependant exigé pour que certaines décisions soient valables. Ces décisions, particulièrement importantes, sont celles qui, dans les sociétés anonymes, sont du ressort des assemblées extraordinaires. Les actionnaires dirigeants ne pourront donc imposer des modifications aux statuts acceptés par les actionnaires et ayant entraîné leurs souscriptions. Mais ce sont là mesures exceptionnelles et qui

peuvent être fort rares et même ne jamais être nécessaires. Les actionnaires ordinaires ne pourront qu'approuver ou rejeter les projets des actionnaires dirigeants.

Dans les assemblées des actionnaires ordinaires, les voix seront proportionnées au capital représenté et les conditions de quorum et de majorité seront celles de l'article 31 de la loi de 1867.

Les actionnaires ordinaires jouiront d'une priorité de remboursement à la liquidation de l'affaire et le capital dirigeant ne pourra être amorti avant le capital ordinaire.

Les réserves et les primes d'émission devront entrer dans le calcul de l'intérêt statutaire (1).

Aucun superdividende ne pourra être distribué aux actions dirigeantes sans que les actions ordinaires reçoivent le superdividende proportionné auquel leur donne droit la répartition statutaire des bénéfices.

Pour assurer la sincérité du bilan et permettre aux actionnaires ordinaires de défendre utilement leurs droits, la nomination d'un des commissaires aux comptes (2) et d'un des administrateurs devra leur être réservée.

(1) Cette disposition serait, croyons-nous, avantageusement étendue à toutes les sociétés anonymes.

(2) Nous aimerions que ce commissaire soit assermenté et fasse partie d'un corps organisé comme les « Chartered Accounters » anglais. Ce corps fournirait aussi les experts chargés des vérifications avant appel au public, ainsi qu'il a été dit plus haut.

Pour nous résumer, nous dirons que les droits et les devoirs nous semblent devoir être les suivants.

a) Pour les actions dirigeantes :

- Être nominatives ;
- Constituer au moins un cinquième du capital ;
- Jouir de tous les pouvoirs d'initiative ;
- Avoir droit à une part importante des superbénéfices.

b) Pour les actions ordinaires :

- Ne donner aucun pouvoir d'administration ;
- Avoir droit à un intérêt cumulatif sur le capital, les réserves, les primes ;
- Avoir droit à un remboursement par priorité ;
- Avoir droit à un superdividende ;
- Avoir droit à la nomination d'un administrateur et d'un commissaire aux comptes.

On constitue ainsi deux catégories bien différentes de titres. L'un, le privilégié, très spéculatif, sa valeur dépendant du superbénéfice (ce qui l'apparente aux parts bénéficiaires), mais convenant à ceux qui aiment organiser et entreprendre, puisqu'il présente l'avantage d'influer sur la direction et, par suite, sur les superbénéfices eux-mêmes.

L'autre présentant les avantages de garantie du capital offertes par les actions ou plutôt par les obligations à revenu variable, devant d'ailleurs, du fait du

risque couru comme associé, avoir un rendement supérieur à celles-ci. Titre échappant dans une large mesure aux abus dont se plaignent les actionnaires ordinaires et semblant bien répondre aux goûts actuels des épargnants.

VU : *Le Doyen,*
J.-G. FERRON.

VU : *Le Président de la Thèse,*
J. BENZACAR.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :
Bordeaux, le 5 juin 1929.

Le Recteur de l'Académie,

Pour le Recteur :

Le Doyen délégué,

G. CIROT.

Les visas exigés par les règlements ne sont donnés qu'au point de vue de l'ordre public et des bonnes mœurs (Délibération de la Faculté du 12 août 1879).

BIBLIOGRAPHIE

A. — Ouvrages.

- MALÉCOT. — Du vote plural dans les sociétés par actions.
DELZANGLES. — Actionnaires et répartition des bénéfices.
LANQUEST. — Des droits de l'actionnaire dans les sociétés anonymes.
CAMIER. — Des restrictions conventionnelles à la transmissibilité des actions.
DANOS. — Les actions à vote plural.
ALEXIS. — Les privilèges de vote dans les sociétés anonymes.
JAUFFRET. — Du droit de souscrire par préférence aux actions nouvelles.
CLAUDON. — Les abus dans l'administration des sociétés par actions.
BEAUPÈRE. — Les troubles monétaires et la vie des entreprises.
LEWINSOHN (Richard). — Histoire de l'inflation (traduction Simon-det).
ALLIX et LECERCLÉ. — L'impôt sur le revenu.
DALSACE. — Principes généraux du bilan et de la comptabilité.
JEANNIN. — La vie financière des sociétés.
DAMOUGEOT-PERRON. — La Standard Oil Company.
IMBERT. — Le contrôle de la déclaration relative à l'impôt général sur le revenu.
SOMBART (Werner). — Les juifs et la vie économique.
TAMBOISE (Albert). — La stabilité du contrôle dans les sociétés par actions.

B. — Publications.

- L'Illustration économique et financière.*
Le Capital.
L'Information.
L'Agence économique et financière.
La Semaine juridique.
Le Journal des sociétés.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	5
PREMIÈRE PARTIE. — <i>Causes de l'extension des actions à vote privilegié depuis la guerre</i>	9
I. — La thèse favorable.....	9
II. — La thèse défavorable.....	16
III. — Les causes économiques.....	27
IV. — Les causes fiscales.....	34
DEUXIÈME PARTIE. — <i>Étude de ces actions</i>	51
I. — Au point de vue légal.....	51
II. — Effets de ces privilèges.....	76
A. — Sur les rapports de la société avec les tiers..	78
B. — Sur les rapports existant dans le cadre de la société.....	100
TROISIÈME PARTIE. — <i>Les projets de réglementation</i>	116
QUATRIÈME PARTIE. — <i>Essai d'une réglementation nouvelle</i>	131
BIBLIOGRAPHIE.....	141



BORDEAUX

IMPRIMERIE Y. CADORET

3, Place Saint-Christoly, 3